



Universidad de Buenos Aires
Facultad de Ciencias Económicas
Escuela de Estudios de Posgrado



Universidad de Buenos Aires
Facultad de Ciencias Económicas
Escuela de Estudios de Posgrado

MAESTRÍA EN FINANZAS

TRABAJO FINAL DE MAESTRÍA

Medición sobre prácticas de Gobierno Societario en Argentina entre 2013 y 2016

AUTOR: OMAR GUTIERREZ

TUTOR: DAMIÁN MARCOS

JUNIO 2018



Resumen

La internalización creciente que enfrentan las empresas en un mercado cambiante y dinámico, conlleva la necesidad de financiamiento. La integración al mercado de capitales resulta una opción factible para lograr la expansión, pero las expectativas de los inversores, consumidores y la sociedad, respecto de la gestión, imagen y talento de la empresa serán decisivas al momento de permanecer y destacarse en el mercado.

Según la International Finance Corporation (2016), las estructuras y procesos que llevan a una adecuada dirección y control de la empresa generan valor en la misma y permiten su desarrollo sostenible, debido a la mejora en su performance. Estas buenas prácticas de gestión se conocen como *Gobierno Corporativo*. Argentina, en el año 2004, a través del Instituto Argentino para el Gobierno de las Organizaciones (IAGO), creó el Código de Buenas Prácticas de Gobierno Societario (CBPGS) para generar confianza pública en los mercados. El Código proporciona pautas para la mejor administración y control de las empresas, dirigidas a incrementar su valor. Esas pautas, a su vez, tienen origen en la necesidad de una mayor transparencia en el gobierno corporativo, para facilitar así el acceso al mercado de capitales, mejorar la gestión empresarial y el manejo de los riesgos implícitos en el gerenciamiento societario, reducir los costos transaccionales y permitir la identificación y resolución de los conflictos de interés.

El objetivo del presente trabajo será, conocer mediante un análisis cualitativo y cuantitativo la aplicación de las Buenas Prácticas de Gobierno Societario, sus ventajas y desventajas para las empresas que operan en la Bolsa de Buenos Aires. Para alcanzar este objetivo, se seleccionarán a empresas, que apliquen buenas prácticas de Gobierno Corporativo, y empresas que no realicen buenas prácticas, para someterlas a la aplicación de dos indicadores financieros de rentabilidad y posibilidad de quiebra, la Z de Altman y la Q de Tobin. También se analizará experiencias en otros países de la región que apliquen



Universidad de Buenos Aires
Facultad de Ciencias Económicas
Escuela de Estudios de Posgrado



las Buenas Prácticas de Gobierno Corporativo y así se pueda hacer un contraste con la aplicación de estas prácticas en Argentina.

El objetivo del cálculo de estos indicadores es verificar si los mismos establecen una relación entre la aplicación de las prácticas de Gobierno Societario y el valor de la compañía, es decir si una correcta aplicación de las prácticas permite a la empresa ubicarse en una zona segura, con un valor superior a 2,90 en el estadístico Z-Score y un valor superior a 1 en el indicador de la Q de Tobin para una empresa generadora de valor. En un análisis preliminar a estos indicadores económicos de rentabilidad se desarrollará un indicador propio de ponderación del grado de cumplimiento de las Buenas Prácticas de Gobierno Corporativo, con el fin de clasificar a las empresas que sí cumplen o no las mismas en distintos momentos del período analizado.

Palabras Clave: Finanzas, Economía financiera, Gobierno Corporativo, Mercados financieros.



Contenido

Resumen.....	2
Palabras Clave.....	3
Capítulo I	6
1.1 Introducción	6
1.2 Justificación	7
1.3 Objetivos.....	9
1.3.1 Objetivo General.....	9
1.3.2 Objetivos Específicos	9
1.4 Hipótesis	10
Capítulo II	11
2.1 Gobierno Corporativo	11
2.2 Prácticas de Gobierno Corporativo.....	15
2.3 El Código de Mejores Prácticas de Gobierno Societario para la República Argentina.....	16
2.4 Medición de Gobierno Corporativo	18
2.4.1 Análisis de Datos de Panel.....	18
2.5 Gobierno Corporativo en el Mundo.....	21
2.5.1 Brasil.....	22
2.5.2 Colombia.....	23
2.5.3 Perú.....	24
2.5.4 México	25
2.5.5 Turquía.....	25
2.5.6 Sudáfrica	26
2.5.7 China.....	27
2.5.8 Corea del Sur	28
2.6 Indicadores de Buen Gobierno Corporativo	28
2.7 Desarrollo de Indicadores	37
Capítulo III	46
3.1 Metodología.....	46
Capítulo IV	48
4.1 Grado de Cumplimiento de las Buenas Prácticas de Gobierno Corporativo ...	49
4.1.1 Análisis en América Latina.....	49
4.1.2 Análisis en Argentina.....	57
4.2 Análisis Financiero del Gobierno Societario en Argentina	66
Capítulo V	78
5.1 Conclusiones.....	78
Capítulo VI	82
6.1 Bibliografía	82
Glosario.....	87
Anexos	92
Anexo A: Código de Gobierno Societario Resolución General 606/2012 (CNV)	92



Anexo B: Informe grado de cumplimiento Anexo IV del Código de GS (CNV)	104
Anexo C: Resultados obtenidos por empresa-Agrometal.....	109
Anexo D: Resultados obtenidos por empresa-Ganadera La Paz	110
Anexo E: Resultados obtenidos por empresa-Pampa Energía.....	111
Anexo F: Resultados obtenidos por empresa-Petrobras	112
Anexo G: Resultados obtenidos por empresa-YPF	113
Anexo H: Resultados obtenidos por empresa-Molinos Río de la Plata.....	114
Anexo I: Resultados obtenidos por empresa -Arcor	115
Anexo J: Resultados obtenidos por empresa-Ledesma.....	116
Anexo K: Resultados obtenidos por empresa-Tenaris.....	117
Anexo L: Resultados obtenidos por empresa-Aluar	118
Anexo M: Resultados obtenidos por empresa-Siderar	119
Anexo N: Resultados obtenidos por empresa-Banco Patagonia.....	119
Anexo Ñ: Resultados obtenidos por empresa-Banco Comafi	121
Anexo O: Resultados obtenidos por empresa-Banco Galicia.....	122

Tabla 1 Grado de cumplimiento de principios.....	39
Tabla 2 Ejemplo de Ponderación del quinto principio de BPGS.....	40
Tabla 3 Clasificación de Empresas	41
Tabla 4 Regla de Decisión Z- Score	43
Tabla 5 Regla de Decisión Q de Tobin.....	46
Tabla 6 Empresas Seleccionadas	48
Tabla 7 Valor del Indicador prácticas de GS en Argentina año 2013	58
Tabla 8 Valor del Indicador prácticas de GS en Argentina año 2014	58
Tabla 9 Valor del Indicador prácticas de GS en Argentina año 2015	59
Tabla 10 Valor del Indicador prácticas GS en Argentina año 2016	60
Tabla 11 Resumen del Grado de Cumplimiento de las Prácticas años (2013-2016).	62
Tabla 12 Resumen de Prácticas de Gobierno Societario por actividad (2013-2016)	63
Tabla 13 Análisis de Datos de Panel, Z de Altman años (2013-2016).....	67
Tabla 14 Resultados Z de Altman 2013.....	68
Tabla 15 Resultados Z de Altman 2014.....	68
Tabla 16 Resultados Z de Altman 2015.....	69
Tabla 17 Resultados Z de Altman 2016.....	70
Tabla 18 Resumen de Indicador Z Altman por Sector (2013-2016)	70
Tabla 19 Análisis de Datos de Panel Q de Tobin años (2013-2016).....	72
Tabla 20 Análisis Q de Tobin año 2013	72
Tabla 21 Análisis Q de Tobin año 2014	73
Tabla 22 Análisis Q de Tobin año 2015	73
Tabla 23 Análisis Q de Tobin año 2016	74
Tabla 24 Resumen de Indicador Q Tobin por Sector (2013-2016)	75



Capítulo I

1.1 Introducción

La aplicación de prácticas de Gobierno Corporativo, según la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económico (OCDE) (2004), especifica la distribución de los derechos y responsabilidades que poseen los diferentes participantes de la sociedad. Igualmente, estas prácticas se orientan a proveer una estructura a la organización que le permita establecer sus objetivos, para controlarlos y alcanzarlos en los tiempos establecidos. La elección de esta temática del área de Finanzas Corporativas radica en el interés de medir si estos procedimientos generan una real mejora en las empresas que las implementan en el contexto del Mercado de Capitales de Argentina, que resulta desafiante por su volatilidad, influencia de las decisiones económicas y cambios de gobierno político.

Argentina comienza a implementar estas buenas prácticas de Gobierno Corporativo al integrar la Red de Institutos de Gobierno Corporativo de América Latina (IGCAL), que genera el antecedente necesario para que la Comisión Nacional de Valores (CNV) establezca, en el año 2001 a través del Decreto 677/2001¹ un régimen de transparencia de la oferta pública que aplica para todas las emisoras² de valores que cotizan en Bolsa. Este antecedente sirvió de base para que en el año 2004 el Instituto Argentino para el Gobierno

¹ Decreto 677/2001 establece normas y principios generales, en el ámbito de la oferta pública; obligaciones de los participantes, auditores externos y comité de auditoría; limitaciones a la compra u oferta de compra por quienes participen en un proceso de colocación de valores negociables; publicidad de las operaciones y otros aspectos de la oferta pública

² Quedan excluidas de la definición de “Emisoras” indicada precedentemente, las sociedades que califiquen como Pequeñas y Medianas Empresas dentro de la CNV



de las Organizaciones (IAGO), cree el Código de Mejores Prácticas de Gobierno Societario para la República Argentina, que, si bien no es de carácter obligatorio, es una buena recomendación.

La aplicación de estas buenas prácticas en las organizaciones en general, y muy especialmente de las empresas en particular, se está convirtiendo en un medio para hacer más competitivas y rentables a las mismas, a la vez que en un requisito exigido por los inversores. Las empresas emplean esfuerzos y utilizan diferentes recursos, para cumplir con la aplicación de Gobierno Corporativo (GC), percibiendo Buenas Prácticas de Gobierno Corporativo (BPGC) como una erogación de dinero.

En relación a esta erogación de dinero para la implementación de las prácticas de GC, existen opiniones desencontradas respecto del beneficio que estas mismas generan para la sociedad. El presente trabajo busca ser un aporte al estudio de Gobierno Societario de Argentina con la intención de sustentar, de manera analítica, la generación o no de beneficios de estas prácticas.

1.2 Justificación

La Comisión Nacional de Valores (CNV), establece a través del decreto 677/2001 que una correcta asignación macroeconómica de ahorro e inversión sólo es posible de alcanzar mediante la aplicación de buenas prácticas de Gobierno Societario. En complemento con la visión establecida en el Decreto 677/2001, el IAGO determina que “El Código de Mejores Prácticas incluye recomendaciones de buen gobierno ya admitidas en la práctica internacional, adaptadas al contexto legal argentino y a las prácticas empresarias vigentes en nuestro país”. (IAGO, 2004). En éste se analizan las recomendaciones referidas a las funciones y responsabilidades que se debieran asumir en el Directorio, la Presidencia del Directorio, Comités del Directorio, los accionistas, los conflictos de interés, la transparencia, fluidez e integridad de la información, auditorías, administración y



resolución de controversias en las compañías, los grupos de interés y responsabilidad social.

En este sentido, resulta de interés indagar sobre los siguientes interrogantes:

¿Cuáles son las políticas de buenas prácticas de Gobierno Societario que se deben aplicar en las empresas para alcanzar esta correcta asignación de recursos y cómo medirlas?

¿El costo de aplicar las prácticas de Gobierno Societario tiene su recompensa en mayores niveles de rentabilidad y de menor posibilidad de quiebra para la empresa?

El problema que intenta analizar este trabajo es la medición de las prácticas de Gobierno Corporativo y su repercusión en indicadores de rentabilidad y sostenibilidad. La ventaja que dispone la medición de los principios es que permite vislumbrar si algunas empresas argentinas se adecuan a los estándares establecidos por la CNV en términos de transparencia de información, uso de la misma y delimitación de responsabilidades dentro de la organización, con el fin de mejorar el valor de una empresa y su probabilidad de cumplimiento de sus obligaciones futuras. Esta posibilidad de observación a través de los indicadores seleccionados busca conocer si el país tiene el sustento real, en términos económicos y políticos, para que las BPGC se cumplan y alcancen estándares internacionales de cumplimiento.

Es importante mencionar que varios países de América Latina implementaron indicadores para medir las prácticas de Gobierno Corporativo, sin embargo, Argentina no cuenta con un indicador que contribuya con la medición de estas prácticas. Por esta razón es importante tomar como modelo los indicadores que usaron los países de la región para así contrastar la situación actual de las empresas en cuanto a las BPGC.

Entre las desventajas que se pueden mencionar en relación a este análisis de indicadores de Gobierno Societario (GS), es que, si bien se analizan con datos de panel,



resultan una visión aislada de la empresa en el contexto en que se desarrolla, es decir, los indicadores de rentabilidad o de probabilidad de quiebra de una organización, analizan el valor y capacidad futura de pago sin relacionar dichos resultados con la realidad económica y política del país. En este sentido, los indicadores estudian la situación interna de una empresa para la adecuación de los parámetros exigidos por el Mercado de Capitales.

El estudio de dos grupos de empresas que integran la CNV, con buenas prácticas de Gobierno Societario, y otras que no las implementan, fueron seleccionadas gracias a la información pública en la web institucional de la CNV. Estas empresas se someterán al test de la Z de Altman, a través de un índice ponderado de cinco variables contables, para conocer la probabilidad que tiene una empresa de estar en zona de quiebra. A su vez, se llevará a cabo el cálculo de otro indicador económico, la Q de Tobin, en el cual se buscará conocer si los esfuerzos económicos de Gobierno Societario en la empresa, tiene un impacto en la rentabilidad de la misma.

1.3 Objetivos

1.3.1 Objetivo General

El objetivo general de este trabajo es medir y analizar el impacto financiero que las Buenas Prácticas de Gobierno Societario (BPGS) tienen en 14 empresas que cotizan en Bolsa, distinguiendo entre aquellas que aplican las BPGS y en las empresas que no, entre los años 2013 a 2016, en términos de rentabilidad y probabilidad de quiebra.

1.3.2 Objetivos Específicos

Los objetivos específicos necesarios para la consecución del objetivo general serán los siguientes:



- Releva el cumplimiento de las Buenas Prácticas de Gobierno Societario a través de un índice ponderado de las nueve buenas prácticas recomendadas establecidas por la CNV. La información se obtendrá de los informes de Gobierno Societario notificado por las empresas que cotizan en la bolsa.
- Comparar a través del índice ponderado aquellas empresas seleccionadas que cumplen con las buenas prácticas de gobierno y las que no, como así también distinguir si las empresas presentaron una mejora en la aplicación a lo largo del tiempo.
- Adecuar los indicadores financieros y contables, utilizados en las metodologías de la Q de Tobin y la Z de Altman, para medir BPGS, en Argentina, con la información de los Estados Contables de las empresas seleccionadas publicados por la CNV.
- Comparar los resultados obtenidos en América Latina con los obtenidos en Argentina.

1.4 Hipótesis

La hipótesis que formula el presente trabajo está basada en que las empresas argentinas que aplican las Buenas Prácticas Gobierno Societario al mejorar el grado de cumplimiento de las prácticas obtienen ventajas tanto en solvencia como en la generación de valor.

Al mismo tiempo, las empresas que aplican estas prácticas en el país muestran una evolución favorable que le permite a la Argentina equipararse con los países de la región que utilizan dichas prácticas.



Capítulo II

El marco teórico que se desarrolla a continuación expone los conceptos básicos necesarios del G.C para entender el desarrollo de este proyecto y permite contextualizar el área de estudio su aplicación a la práctica.

2.1 Gobierno Corporativo

Según Fornero (2007), sobre Gobierno Corporativo

El concepto de Gobierno Corporativo tiene su origen en ‘Teoría de Agencia’³, es decir, en la separación de la propiedad y el control. El control de la firma es relevante, ya que otorga el derecho a tomar decisiones frente a eventualidades que no necesariamente están estipuladas en los contratos, permite tener control sobre las ganancias residuales. Este derecho residual es económicamente valioso, porque esta discreción puede ser usada estratégicamente para negociar sobre el excedente de dichos negocios. (p.4)

Para Damián J. Marcos (2017), la importancia del Gobierno Corporativo

Cuando una empresa demuestra tener un alto estándar de gobierno corporativo es percibida en el mercado como más confiable y puede acceder a mejores condiciones en los mercados en que se desarrolla. Los clientes pueden aceptar más productos, los accionistas pueden desear invertir más en la empresa, los bancos darle mayor financiación y con mejores condiciones. También puede ser

³ El eje central de la teoría de la agencia, según Eisenhardt (1998) es determinar el contrato más eficiente que rige la relación principal-agente, bajo supuestos acerca de las personas, las organizaciones e información disponible.



una empresa más atractiva para la llegada de profesionales más calificados para la incorporación a su directorio o gerencias. (p. 42)

Los antecedentes de BPGC surgen a finales de 1980, en los países desarrollados para la época, según Lagar Melo (2002), cuando se crea el COSO (Committee of Sponsoring Organizations of the Treadway Commission), es decir el Comité de Organizaciones Patrocinadoras de la Comisión Treadway, en el cual a través de la alianza de cinco instituciones profesionales de los Estados Unidos se buscó implementar prácticas contables en las empresas para disminuir el fraude.

En este sentido, si bien los orígenes de la aplicación del Gobierno Corporativo tienen sus inicios teóricos en la 'Teoría de la Agencia', es la lucha contra el fraude de las grandes empresas lo que incentivó a la implementación de este concepto, aún incipiente para la época. Luego de este tratado realizado por las organizaciones surgieron un sinnúmero de acuerdos para luchar contra el fraude, donde resulta necesario destacar, que, en el año 1992, en Reino Unido, el Reporte Cadbury (1992), que impulsa a los demás países de la región europea a interiorizarse en la lucha contra el fraude desde una perspectiva de establecer lineamientos y procedimientos tendientes a aumentar la transparencia en las empresas.

El detonante en materia de estudio de Gobierno Corporativo surge, según Lagar Melo (2002), en el año 1997 luego de la crisis asiática sufrida en ese año debido a la concentración de poder de las empresas y deficiencia de organismos públicos en el control sobre las mismas. Sin embargo, en el año 2001 y 2002, los escándalos públicos que sufrieron empresas estadounidenses de renombre, fue el último empujón de realidad que necesitaban los catedráticos para elaborar decretos y reglamentos más formales para alcanzar transparencia.



En la búsqueda de mayor transparencia en las organizaciones inmersas en los mercados y en función de los fraudes corporativos y burbujas en mercados de capitales sufridos, surge la Ley Sarbanes Oxley.

La Ley Sarbanes Oxley fue promulgada en julio de 2002 en EE.UU. con el fin de monitorear a las empresas que cotizan en la bolsa de valores, evitando que la valorización de las acciones sea alterada de manera dudosa, mientras que su valor es menor. Su finalidad es evitar fraudes y riesgo de bancarrota, protegiendo al inversor.

Existe un caso particular que produjo un antes y un después para la aplicación de la Ley Sarbanes Oxley fue La Corporación ENRON. Era un holding, basado en Houston (USA), que operaba en los mercados energéticos y de las commodities. Los negocios los conducía a través de cerca de 3.500 afiliadas y subsidiarias tanto en los EE. UU. como en el resto del mundo.

Los negocios de ENRON incluían, entre otros, los mercados mayoristas de energía y materias primas energéticas, la gestión de servicios energéticos a clientes finales (retail), la operación de sistemas de transporte de gas (gasoductos), la gestión de otros activos relacionados con la energía (por ejemplo, plantas de generación eléctrica) y servicios de banda ancha.

El 2 de diciembre del 2001, ENRON presentó, de forma voluntaria, una petición de bancarrota acogiéndose a la protección del Capítulo 11 del Código americano de Bancarrotas. En ese momento ENRON se había transformado de una compañía doméstica, que operaba gasoductos de gas natural, a una compañía global que suministraba productos y servicios de:

- Recursos energéticos y productos básicos.
- Servicios financieros y gestión de riesgos.
- Comercio electrónico.



Según Rodríguez (2010) al momento de su quiebra llegaron a tener más de 60 billones en activos y cientos de acreedores, dentro de los cuales se encontraban varios de los bancos más importantes del mundo, miles de empleados enfurecidos por haber perdido no solo sus trabajos sino todo lo que tenían, ya que los ejecutivos de Enron motivaban a sus empleados a que invirtieran todos sus ahorros en la compañía.

Es el mayor escándalo que haya golpeado Wall Street, debido a la cantidad de bancos e inversionistas importantes involucrados en la estafa, Merrill Lynch, Citigroup, J.P. Morgan Chase, entre otros. Algunos de éstos, no sólo realizaron significativas inversiones en la compañía, sino que además fueron partícipes de las operaciones que Enron realizaba y dejaba fuera de su contabilidad. La quiebra de Enron nos muestra el valor de la información. Enron y sus ejecutivos se hicieron millonarios gracias a que ocultaban el valor real de la empresa, reportaban ganancias que en realidad no recibían y ocultaban sus deudas, todo avalado por la firma que los auditaba. Así los inversionistas empezaron a perder confianza y el valor de las acciones comenzó a caer abruptamente.

Las experiencias internacionales como así también los antecedentes formales de lucha contra el fraude resultaron esenciales para observar el cambio real en la definición de Gobierno Corporativo, según J. Wolfensohn, presidente del Banco Mundial en el año 1999: “El Gobierno corporativo son las reglas y procedimientos para tomar decisiones en los asuntos corporativos y la promoción de la justicia corporativa, la transparencia y la rendición de cuentas.” (Wolfensohn, J. (1999). Mimeo. World Bank.)

Actualmente la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económico (OCDE) afirma en sus principios básicos de formación que: “El gobierno corporativo es el sistema por el cual las sociedades son dirigidas y controladas. La estructura del gobierno corporativo especifica la distribución de los derechos y responsabilidades entre los diferentes participantes de la sociedad, tales como el directorio, los gerentes, los accionistas y otros agentes económicos que mantengan algún interés en la empresa.”



Flores Konja, (2008,9). Según Damián J. Marcos (2017), el gobierno corporativo pretende alinear la relación entre los propietarios, los inversores y los terceros.

2.2 Prácticas de Gobierno Corporativo

Según Kaplan y Norton (2004) las BPGC hacen más eficientes los órganos de dirección y control de las empresas, la implementación de estas buenas prácticas se realiza a través de auditorías externas de control. La definición de reglas claras de juego entre los actores, incrementa el nivel de transparencia y rendición de cuentas frente a grupos de interés, es decir las BPGC requieren de un esfuerzo desde las organizaciones en reestructurar su canal de comunicación.

Los Principios de Gobierno Societario, implementados en Argentina luego de la Resolución General 606/2012 de la CNV (Ver Anexo A) consisten en nueve principios fundamentales que enuncian recomendaciones con respecto al marco de implementación en las empresas que tienen por finalidad ayudar a evaluar y perfeccionar los marcos legales, institucional y reglamentario relacionado con la aplicación de BPGC.

Aun cuando los Principios se centran en las sociedades con cotización oficial, también podrían constituir un instrumento muy útil para mejorar el Gobierno Corporativo en sociedades sin cotización oficial.

Según Flores Konja y Rozas Flores (2008), las buenas prácticas de Gobierno Societario permiten;

- Maximizar el tiempo enfocado a la estrategia, las oportunidades y las necesidades de negocio.
- Identificar los riesgos estratégicos del negocio.
- Establecer mecanismos oportunos para enfrentar estos riesgos.



- Mitigar la exposición a pérdidas.
- Fortalecer los talentos individuales.
- Construir credibilidad y confianza frente a los interesados en el negocio.
- Servir como un activo estratégico de la compañía.
- Satisfacer la demanda creciente de los grupos de interés para una autoevaluación del directorio (junta directiva).

2.3 El Código de Mejores Prácticas de Gobierno Societario para la República Argentina

Según Briozzo y otros (2008) las recomendaciones realizadas a través de las BPGS son compatibles con la ley de sociedades, los decretos y regulaciones de la CNV vigentes, y están basadas en los principios sugeridos por la OCDE. Las empresas con mejores índices de BPGS tienen menores costos de financiación y son reconocidas por los inversionistas, como empresas más confiables y seguras.

En el marco regulatorio de Argentina y de los instrumentos legales que respaldan dichas prácticas, el decreto N 677/2001 y otras resoluciones complementarias de la CNV se establecen la necesidad de que cada organización posea:

- Comité de auditoría.
- Directores independientes.
- Transacciones entre pares relacionadas.
- Supervisión de la independencia de los auditores externos.
- Contratos de gerenciamiento, etc.



A través de la Resolución N 516/2007, se estableció el Código de Gobierno Societario, en el cual se destacó el alcance de dichas prácticas:

- Sociedades alcanzadas exclusivamente: emisores de acciones en Oferta pública.
- Mecanismo obligatorio.
- Vigencia ejercicios iniciados el 01/01/2008.

En el año 2012, a través de una Resolución N 606/2012 modificando la establecida en el año 2007, se establece dejar sin efecto lo exigido para los Estados Contables presentados a partir del año 2008 y hasta 2012 de las entidades emisoras que así se lo exigieran para reorganizar la presentación de la información.

Con la implementación de esta nueva legislación se establece que, si bien los requisitos mínimos que se exigen en el Gobierno Societario resultan una recomendación de política a llevar a cabo por las empresas, éstas pueden de forma mesurada ampliar la información en pos de lograr mayor transparencia. Se adiciona a los requerimientos anteriores a 2012 la presentación en las Memorias Anuales de las entidades emisoras, un apartado obligatorio que analice y detalle de manera sintética el grado de cumplimiento de las BPGS, con el fin de resaltar una primera aproximación estadística de estas nuevas prácticas. En el cumplimiento de la resolución 606/2012 son explícitas las siguientes obligaciones para las emisoras de Oferta Pública, a través del órgano de Administración.

(i) Informar si cumple totalmente los principios y recomendaciones integrantes del Código de Gobierno Societario y de qué modo lo hace.

(ii) Explicar las razones por las cuales cumple parcialmente o no cumple tales principios y recomendaciones e indicar si la Emisora contempla incorporar aquello que no adopta en un futuro.



Para ello, la Emisora deberá:

- Tomar los principios como guías generales de actuación en Gobierno Societario y las recomendaciones como un marco de aplicación de dichos principios dentro de la Emisora.

- Notificar sobre los puntos a responder debajo de cada recomendación de acuerdo con una estructura de respuesta que indique: cumplimiento total, cumplimiento parcial o no cumplimiento, como se detalla al final del (Ver Anexo A) presente Capítulo.

2.4 Medición de Gobierno Corporativo

2.4.1 Análisis de Datos de Panel

El estudio de datos de panel se utiliza para visualizar la evolución del cumplimiento de las prácticas de gobierno societario para cada uno de los principios, a lo largo de los años estudiados, ya que el mismo se basa en el análisis de series de tiempo.

El análisis econométrico de los datos de panel, según Mayorga y Muñoz (2000), resulta una dimensión relevante del estudio de las series de tiempo. Una serie de tiempo en este sentido, según Wooldridge (2010), es una realización de un proceso estocástico, en el que hay infinitas realizaciones, una serie temporal es una entre todas las ejecuciones posibles del proceso. En este sentido, el autor afirma que se entiende por proceso estocástico a una serie infinita de una variable aleatoria.

Entre las dimensiones que se desarrollan en las series de tiempo, Mayorga y Muñoz (2000), definen que una de estas dimensiones es temporal donde se incorpora información de variables y/o unidades individuales (variables aleatorias) de estudio durante un período determinado de tiempo. En este caso particular, los autores afirman que cada período de tiempo constituye el elemento poblacional y/o muestral del análisis realizado.



La otra dimensión que se debe analizar de una serie temporal, según Mayorga y Muñoz (2000), es la dimensión estructural en la cual se analiza una característica particular o información específica en un momento determinado del tiempo. Esta última dimensión, permite según los autores definir al elemento o unidad muestral como las unidades de análisis.

Los modelos econométricos de datos de panel, toma una muestra de agentes económicos para un período determinado de tiempo, según Mayorga y Muñoz (2000) en el cual se combinan las dos dimensiones mencionadas, la temporal y estructural.

Según Wooldridge (2010) entre las ventajas y objetivos por los cuales se aplica este tipo de análisis es obtener la heterogeneidad no observable, de las unidades muestrales analizadas en el transcurso del tiempo, dado que esta heterogeneidad no se puede detectar ni con estudios de series temporales ni tampoco con los de corte transversal. La aplicación de esta metodología de análisis permite captar dos aspectos de relevancia cuando se trabaja con este tipo de información y que forman parte de la heterogeneidad no observable; i) los efectos individuales específicos y ii) los efectos temporales.

Entre las ventajas y desventajas que posee este análisis se destaca, según Granados (2011), el uso de los datos de panel permite la disposición de una mayor cantidad de datos es decir que la muestra resulta representativa, aunque la misma fuese elegida de manera intencional, pero con el inconveniente de que si la característica a analizar no se dispone en todos los individuos de manera observable, resulta que en un modelo de estimación de mínimos cuadrados ordinarios, los errores se encuentran correlacionados entre sí.

En un análisis más pormenorizado, Burdisso (1997) analiza que la utilización de modelos relacionados a datos de panel resulta de relevancia cuando la información que se utiliza proviene de empresas que recurren a diferentes criterios de exposición de la información contable y administrativa con la que se desea trabajar. En esta línea, la autora remarca que la solidez de los estadísticos calculados dentro de los datos de panel se



sustenta en la cantidad de unidades muestrales y no en la cantidad de años seleccionados, en concordancia con el razonamiento de la búsqueda de heterogeneidad en la muestra y no en el tiempo en que se analice la misma.

En síntesis, los modelos de análisis económicos de datos de panel intentan sobre un conjunto de unidades muestrales, obtener información respecto de características comunes entre sí, o diferentes en función del grupo o particularidad que posea. Burdisso (1997) afirma que una de las ventajas que posee el análisis de datos de panel es que, incorporan el hecho de que los individuos, firmas, bancos o países son heterogéneos. Los análisis de series de tiempo y de corte transversal no tratan de controlar esta heterogeneidad corriendo el riesgo de obtener resultados sesgados entre los indicadores estadísticos más comunes para observar a priori, diferencias entre ellas se destacan la media, la varianza de la muestra.

El uso de este tipo de examen para el análisis de las BPGS resulta esencial para indagar respecto del cumplimiento de las prácticas, debido a que la muestra que se selecciona para aplicar el análisis se encuentra seleccionado de una población en la que la intención resulta esencial, dado que estas deben estar en el Panel General de la Bolsa de Comercio de Buenos Aires y cumplir con las exigencias planteadas por la CNV y el Decreto 677/2001 de Transparencia de la Oferta Pública.

En el caso de la variable que se utilizará en el presente trabajo, está el grado de cumplimiento de las normas establecidas como BPGS, en la búsqueda de encontrar alguna mejora o modificación de las empresas sobre esta variable de la Oferta Pública, es decir la dimensión temporal. En el caso de la dimensión estructural, se analiza de manera transversal el período examinado desde el año 2013 hasta el año 2016.



2.5 Gobierno Corporativo en el Mundo

La aplicación del concepto de Gobierno Corporativo se desarrolla de manera amplia entre los países en desarrollo y los países desarrollados, según el Banco Mundial (2013), y esta práctica comienza a desarrollarse desde la concepción de una empresa moderna, sostenible, que alcance utilidades para sus accionistas para que la misma logre la identificación de responsabilidades y la delegación de poder en las tomas de decisiones.

Las principales instituciones gestoras de este pensamiento fueron, en América Latina, el Banco Mundial y la CAF (Banco de desarrollo de América Latina)⁴, quienes a través de sus estudios de la realidad económica de las empresas y de la gestión de sus gobiernos, en el año 1998 presentaron los primeros lineamientos respecto de las prácticas de Gobierno Corporativo. En este camino de desarrollo de las prácticas del Gobierno Corporativo en el año 2000 se creó la Mesa Redonda Latinoamericana de Gobierno Corporativo (*Latin American Roundtable on Corporate Governance*) desde el Banco Mundial. Las distintas reuniones realizadas por esta Mesa Redonda culminaron en el año 2003, y se elabora el Informe Oficial sobre Gobierno Corporativo en América Latina (*White Paper on Corporate Governance in Latin America*), en el que se expone la pertinencia del Gobierno Corporativo en la región, en relación a tendencias y características regionales, recomendaciones y prioridades para reformas y prácticas adoptadas.

⁴ CAF es un banco de desarrollo constituido en 1970 y conformado por 19 países - 17 de América Latina y el Caribe, España y Portugal- y 13 bancos privados de la región. Promueve un modelo de desarrollo sostenible, mediante operaciones de crédito, recursos no reembolsables y apoyo en la estructuración técnica y financiera de proyectos de los sectores público y privado de América Latina. (www.caf.com)



2.5.1 Brasil

Entre los países que se adhieren a estas prácticas de manera activa se puede destacar el rol predominante de Brasil, que según expone el Banco Mundial (2013) en el año 1995 crea el Instituto Brasileño de Directores, que será la base del Instituto Brasileño de Gobierno Corporativo (IBGC) en 1999, el cual emite la primera versión del Código de mejores prácticas aplicables en dicho país. El IBGC a su vez, planteó la creación del Nuevo Mercado, segmento en la BM&FBOVESPA a través del cual, quien cotice en él, debe firmar un contrato, así como la adhesión a un conjunto de prácticas de Gobierno Corporativo. Según el Banco Mundial (2013) entre las prácticas que deberán cumplir las empresas que busquen pertenecer al segmento del mercado se destaca, “...la extensión a todos los accionistas de las mismas condiciones obtenidas por el grupo de control cuando se produzca una venta, que el directorio tenga un mínimo de 5 miembros y un período de hasta 2 años, siendo permitida la reelección; y que al menos el 20% de los miembros del directorio sean independientes.” (Banco Mundial, 2013, p 118).

Un avance que se destaca en Brasil en materia de Gobierno Corporativo, se encuentra la creación de un índice, “Índice del Novo Mercado” en el cual se reúnen a las empresas que mayor avance demuestran en Gobierno Corporativo.

Entre las prácticas a cumplir para acceder al índice se destacan, según BM&FBOVESPA (2007):

- La oferta pública de capital utiliza un mecanismo de dispersión al acceso que evita la concentración del poder económico sobre la organización.
- En el capital se debe mantener un mínimo de capital flotante que varíe de propietarios, en un porcentaje equivalente al 25% del mismo.
- Las garantías y derechos que poseían los grandes compradores se extienden a todos los compradores.



- El establecimiento de la duración del mandato del Comité General no puede superar los dos años de mandato, sin períodos indefinidos. El comité estará integrado por al menos 5 miembros, entre los que el 20% deben ser independientes de la empresa.
- La presentación de Balances Anuales de acuerdo a la IFRS y de reportes cuatrimestrales.
- La obligación de mantener en la oferta público el criterio del valor económico en caso de que la empresa deba salir de la oferta por problemas de fuerza mayor.
- El cumplimiento de las normas de divulgación en las operaciones con valores emitidos por la sociedad en nombre de los accionistas controladores.

2.5.2 Colombia

Otro país de relevancia en el estudio del concepto y aplicación de Gobierno Corporativo es Colombia, que en el año 1999 con el impulso de la Confederación de Cámaras de Comercio (CONFECÁMARAS) implementó el programa de Gobierno Corporativo, con el apoyo del Centro Internacional para la Empresa Privada (CIPE). Esta iniciativa buscaba dar difusión y conocimiento sobre el concepto de Gobierno Corporativo, sus recomendaciones de aplicación para el público en general y los inversores del mercado colombiano. Según el Banco Mundial (2013) el Programa de Gobierno Corporativo implementado en el año 1999, que, con modificaciones en su conformación y publicación de documentos de trabajo, logra en la actualidad tener como socios a 57 empresas que discuten de manera activa la competitividad y desarrollo regional del mercado de valores.

El Gobierno Nacional, con aprobación del Congreso colombiano establece la Ley Nacional 964/2005 en la que se expresan los objetivos y criterios a los cuales debe



sujetarse el Gobierno Nacional para regular las actividades de manejo, aprovechamiento e inversión de recursos captados del público que se efectúen mediante valores.

La aplicación de esta ley logra, según Banco Mundial (2013) que se incluya, “... la protección de los inversionistas y aspectos de Gobierno Corporativo relativos a las Juntas Directivas o Consejos de Administración dentro de la Ley del Mercado de Valores” (Banco Mundial 2013, p 120). Los logros alcanzados con dicha incorporación fueron muy importantes para la política de transparencia de aquel país, destacando la exigencia de que al menos un 25 % de miembros de las Juntas Directivas de las sociedades fueran independientes, en el sentido de que no posean influencia de los altos directivos de la empresa. A su vez, se logra la eliminación de las suplencias numéricas o la posibilidad de no tener suplentes, la obligatoriedad de contar con un Comité de Auditoría.

2.5.3 Perú

Otro país de América Latina que adhiere a las prácticas de Gobierno Corporativo es Perú, que a partir del año 2002 con el Código de Buena Gobernanza lista los requisitos necesarios para tener una gestión sustentable. El *Pacific Credit Rating* (2004) emitió una guía práctica para entender el Índice de Gobierno Corporativo que se implementa desde el año 2002, en el cual afirma que el análisis del Gobierno Corporativo “...es el sistema a través del cual las empresas son administradas y controladas para el cumplimiento de principios de responsabilidad con los accionistas y sus stakeholders, y está basado en principios de transparencia, confianza, equidad, responsabilidad social, fluidez e integridad de la información que permitirán atraer y retener capital financiero y humano, funcionar en forma eficiente, y de esta forma, crear valor económico para la corporación y sus accionistas.” (Pacific Credit Rating, 2004, p 1).

A su vez, el *Pacific Credit Rating* (2004) afirma que el Índice de Buen Gobierno Corporativo (IBGC) resulta ser un indicador estadístico que refleja el comportamiento de las empresas emisoras de la Bolsa de Valores de Lima, en tornos a los valores de



transparencia y solidez. En sí mismo, el IBGC es índice de capitalización por el cual la participación de las acciones dentro de la cartera se obtiene en función de la capitalización bursátil libre de cada empresa, en la cual existe una relación positiva entre ambas variables, a mayor capitalización bursátil libre, mayor será el peso relativo que la acción posea dentro de la cartera.

2.5.4 México

En México, a partir del año 2005 se presentó la “Ley de Seguridad en el Mercado”, que según Banco Mundial y Deloitte (2006), presentó un cambio sustancial en los derechos de los inversores mexicanos, ya que se establecía como regla general, como así también lo aplica Brasil que el 25 % del capital en manos de inversionistas de una empresa debía ser independiente. En un análisis más profundo la Universidad de Anáhuac, realizó un estudio de la nueva legislación vigente a partir de la cual se estable que un candidato para ser considerado independiente y formar parte de las prácticas establecidas, no debe representar más del 10 % del valor de la empresa de la cual desea formar parte.

En complementariedad a este suceso que implicó el comienzo de la introducción de las BPGC en México, en el año 2011, se introdujo por parte de la Bolsa de Valores de México, el IPC Sustentable, como eje principal del Gobierno Corporativo del país.

2.5.5 Turquía

Turquía resulta otro país de interés para el análisis de las BPGC, en el que se establece, a través del Foro Internacional (2003), la intención desde ese año de la incorporación del concepto de buena gobernanza a sus empresas que cotizan en el mercado de capitales interno. Entre los motivos por lo que se eleva la intención de adherirse al GC se encuentran:

- Mejorar la imagen del país, evitar la salida de fondos nacionales.



- Incrementar las inversiones de capital extranjero.
- Intensificar el poder competitivo de la economía y los mercados de capital.
- Superar las crisis y reducir los daños.
- Lograr una distribución más eficaz de los recursos.
- Mantener un elevado nivel de prosperidad.

El caso particular de Turquía resulta importante destacar que el impulso para la incorporación de esta práctica estuvo acompañado por una empresa privada y no por el Estado o gobierno de dicho país. La Asociación Turca de Industriales y Empresarios (TUSIAD) dirigió el proceso de elaboración del primer código de las mejores prácticas de Gobierno Corporativo del país. Esta organización se compone de ejecutivos de alto rango de las principales empresas industriales y de servicios de Turquía, varias de las cuales integran la lista de las 500 empresas internacionales. La elaboración del código de buenas prácticas de gobierno se estableció sobre los cuatro principios del Gobierno Corporativo: transparencia, rendición de cuentas, responsabilidad y equidad.

2.5.6 Sudáfrica

Otro caso resonante en la literatura de Gobierno Corporativo es el caso de Sudáfrica que en la región de influencia resultó el pionero de este concepto logrando alcances en los países aledaños como Sri Lanka y Zambia.

El análisis de Gobierno Corporativo en Sudáfrica comienza en 1992 con la creación del Comité King sobre Gobierno Corporativo, propulsado por el Instituto de Directores de África meridional. El Comité, que fue presidido por Mervyn King propulsor del Informe King sobre Gobierno Corporativo en 1994, sentando las bases y utilizado como guía en el Informe Cadbury del Reino Unido.



En 2002, la revisión del Informe King avanza sobre la importancia de la gestión de riesgos, a su vez, de que resulta uno de los países en cuyo código de Gobierno Corporativo busca abarcar todas las actividades comerciales. A su vez, se debe destacar, que según el Banco Mundial (2013) el gobierno de Sudáfrica avanzó en materia de gobernanza estatal, dado que se aprobó en su congreso una ley referida a la gestión de las finanzas municipales, en la que se enumeran obligaciones en materia de gobierno a los funcionarios y ejecutivos que se desempeñan en la administración financiera municipal.

2.5.7 China

En los países en desarrollo con un gran número de sociedades que cotizan en bolsa, como China, las autoridades reguladoras de valores han adoptado códigos a fin de satisfacer las expectativas de los inversionistas y los accionistas.

En esta línea en el año 2002, según releva el Banco Mundial (2013) la Comisión Reguladora de Valores y la Comisión Estatal de Economía y Comercio de China publicaron el Código de Gobierno Corporativo para Empresas que Cotizan en Bolsa en China, en el cual se mencionan los principios generales de Gobierno Corporativo, con la preponderancia a nivel temporal, según el Banco Mundial, de que se indaga de manera acabada la evaluaciones del desempeño y sistemas de incentivos y medidas disciplinarias entre las empresas que no cumplimenten dichos principios y los empleados que fallen a los mismos.

En el año 2007 la Comisión Reguladora de Seguridad China (CSRC) propone, según el Banco Mundial (2013) una iniciativa de mejorar el listado de empresas que adhieren a las BPGC a los fines de extender la mejora en la performance de las empresas que operan en el mercado de Shanghai. El índice que hasta ese momento se manejaba SSE CG Index continúa vigente, pero con la particularidad que para la admisión de una empresa al mismo es necesario que tenga un control directo sobre sus accionistas a los fines de distinguir si los mismos son independientes o no.



2.5.8 Corea del Sur

En la región del oriente, Corea del Sur se destaca la creación del índice realizado por Black, Jang y Kim (2008), luego de que el país en el año 1999 adhiriera de manera pública las prácticas de Gobierno Corporativo implementadas en el Informe King. El estudio permitió establecer que aquellas empresas dirigidas bajo los principios de GC cotizaban a una prima del 160 % en comparación con las compañías cuya dirección era deficiente o tenían un grado de cumplimiento menor en las normas.

A su vez, en la investigación se estableció una relación positiva entre el precio de las acciones y la dirección de las empresas, ya que el precio de las acciones de las empresas con directores externos era un 40 % más alto que el de las empresas en las que los directores externos eran minoría así, los inversionistas asignaban más valor a los mismos flujos de fondos en el caso de las empresas con mejor gobierno, lo que implicaba que el costo del capital era menor para estas empresas.

2.6 Indicadores de Buen Gobierno Corporativo

Grimmiger y Di Benedetto (2013,) realizan una investigación comparativa sobre ocho indicadores de Gobierno Corporativo, luego de la crisis internacional del año 2008, donde ocho bolsas de valores a lo largo del mundo adoptaron dicho índice a los fines de establecer regulación financiera e incentivos a lograr mayor transparencia y participación segura en los mercados de capitales. Los países que se analizan en dicho trabajo se presentan en la Figura 1 del mencionado trabajo realizado por los autores para el Banco Mundial.



País	Año de inicio	Bolsa de valores	Nombre del índice
Brasil	2001	BM&FBOVESPA	Índice de Gobierno Corporativo (IGC)
China	2008	Shanghai Stock Exchange (SSE)	Índice de Gobierno Corporativo
Italia	2001	Borsa Italiana	FTSE Italia STAR
México	2011	Bolsa Mexicana de Valores (BMV)	Índice IPC Sustentable
Perú	2008	Bolsa de Valores de Lima (BVL)	Índice de Buen Gobierno Corporativo (IBGC)
Sudáfrica	2004	Bolsa de Valores de Johannesburgo (JSE)	Índice de Inversión Socialmente Responsable (SRI)
República de Corea	2003	Bolsa de Valores de Corea (KRX)	Índice Coreano de Gobierno Corporativo (KDGCI)
Turquía	2007	Bolsa de Valores de Estambul (ISE)	Índice de Gobierno Corporativo

Figura 1: Índices de Gobierno Corporativo. Recuperado de Capitales La Revista de Procapitales.

Según Grimmiger y Di Benedetta (2013), existieron luego del año 2000 y con mayor preponderancia en los países que fueron golpeados por la burbuja de Estados Unidos en el año 2008 tres posibles razones para introducir un índice que mida la calidad del gobierno en las empresas. La primera razón por la cual se implementaron dichos índices fue para complementar el marco regulatorio sobre el gobierno en las empresas de manera de lograr mayor y mejores prácticas al respecto.

En esta línea, la segunda razón por la cual se debiera expandir el uso de estos índices en más países, es que el mismo otorga la oportunidad a las empresas que quieran formar parte del mercado de capitales una guía práctica de cómo comenzar a ser transparentes al momento de acceder a una oferta pública.

Por último, la tercera razón es que la empresa que adhiera a estas BPGC la posibilidad de ingresar en un sendero que busque alcanzar mejor rentabilidad y sustentabilidad en el tiempo, como así también la posibilidad de que las mismas alcance altos niveles de diferenciación respecto de las demás empresas del mercado hasta alcanzar un mayor acceso al capital necesario para sus inversiones. En esta línea se mejora la protección a los accionistas y se alcanzan mejores selecciones de directores independientes.



Los autores plantean la existencia de varios criterios por los que puede guiarse la conformación de un Índice de Gobierno Corporativo, que son:

- Listar el cumplimiento de los principios establecidos como Gobierno Corporativo.
- Establecer el universo de acción a través del criterio de acercamiento voluntario de las empresas al régimen o invitación de las bolsas de valores de los distintos países.
- Establecer un mínimo y máximo de compañías analizadas en las que se analizará su perdurabilidad en el tiempo, liquidez y sustentabilidad, bajo criterios estrictos de permanencia en el índice.

A su vez, Gimmiger y Di Benedetto (2013), afirman que debe existir una distinción aún más estricta sobre los índices de Gobierno Corporativo, dado que existe la posibilidad de sólo adherirse al régimen de principios establecidos por el código, o adicionarle factores y variables que rodean el contexto del mercado. En este sentido, de los indicadores antes analizados se plantea la siguiente distribución con respecto a qué índices se agrupan en cada categoría.

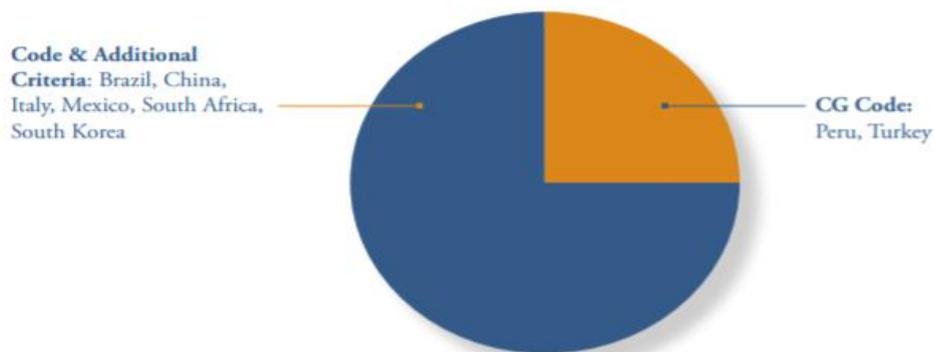


Figura 2 Distribución de índices por categoría. Recuperado de International Finance Corporation.



Entre los índices seleccionados, existen dos que permitieron observar, según Gimmiger y Di Benedetta (2013), mejoras en la liquidez y rentabilidad de empresas que aplicaron estas BPGC, como lo son Italia y Brasil.

El índice STAR de **la Bolsa de Valores Italiana** aplicable a los bonos de altos requerimientos, demostró que aquellas empresas medianas y pequeñas que adhieren a la misma, mejorar su liquidez. Entre las variables que se destacan de este índice se plantea la necesidad de que:

- i) Existan publicaciones de informes trimestrales de las empresas de la Bolsa de Italia.
- ii) La exposición de dicha información en un portal de datos abiertos para que cualquier ciudadano tenga acceso.
- iii) Creación de la figura de “Gerente de Relaciones” quien es el encargado de mantener intercambios con los inversores a los fines de minimizar la incertidumbre que estos posean del mercado al momento de ingresar al mismo.

El índice STAR surge como mecanismo de control, según el Banco Mundial (2013) luego del escándalo sufrido por la quiebra de la empresa internacional y de gran envergadura Parmalat en dicho país, que se vio inmersa en conflictos y rumores de estafa y mala gestión contable. Desde su implementación hasta la actualidad el índice ha sufrido mejoras en su performance de gestión, como se muestra en la Figura 3.



Figura 3 Evolución Índice Star Italia. Recuperado de Investing Agentes de Bolsa.

En **Brasil**, el Índice Novo Mercado, implementado desde el año 2001, según el Banco Mundial (2013), plantea la existencia de tres niveles posibles de acceder como empresa que forma parte del mercado de capitales brasileiro. La base del índice, según BM&F BOVESPA (2007), radica en la creencia de que existe una relación positiva entre el derecho de los compradores y la calidad de la información que las empresas provee, mejorando la participación del primero dentro del mercado. Una de las innovaciones del índice es que el mismo incorpora al capital de las empresas en forma de acciones simples, es decir ordinarias.

El Índice Novo Mercado posee tres niveles diferentes de clasificación de las empresas en pose de incentivar y preparar de manera gradual a las empresas para alcanzar altos niveles de estándares sobre Gobierno Corporativo. El Nivel I, según BM&F BOVESPA (2007), aglomera a las compañías que se comprometen a realizar mejoras en la presentación de su información contable en el mercado. Las empresas enumeradas en el segmento Nivel 1 deben adoptar prácticas que favorezcan la transparencia y el acceso a la información por parte de los inversores. Para ello, divulgan información adicional a las exigidas en ley como por ejemplo, un calendario anual de eventos corporativos. El “libre



float” mínimo del 25 % debe mantenerse en ese segmento, es decir, la empresa se compromete a mantener al menos el 25 % de las acciones en circulación en el mercado

En el Nivel II del índice Nuevo Mercado las empresas listadas tienen el derecho de mantener acciones preferentes (PN). En el caso de venta de control de la empresa, se garantiza a los tenedores de acciones ordinarias y preferentes el mismo trato concedido al accionista controlador, previendo, por lo tanto, el derecho de etiqueta del 100% del precio pagado por las acciones ordinarias del accionista controlador.

Las acciones preferentes todavía dan el derecho de voto a los accionistas en situaciones críticas, como la aprobación de fusiones e incorporaciones de la empresa y contratos entre el accionista controlador y la empresa, siempre que esas decisiones estén sujetas a la aprobación en la junta de accionistas.

Un índice que se aplica con rigurosidad en **el mercado peruano** es el IBGC como indicador sintético de la realidad de la gobernanza peruana según *Pacific Credit Rating* (2004), quien analiza los siguientes requerimientos:

- Los valores que componen la cartera del índice tiene una duración en el mismo no superior al año.
- Aplicar al proceso de auto-calificación como empresa emisora que voluntariamente adhiere a las BPGC.
- Las empresas que forman parte de dicho índice pueden acceder al ranking en función del grado de cumplimiento de las normas y califica a un Premio Anual de Gobierno Corporativo, como reconocimiento al esfuerzo en la adopción de estas prácticas.

El indicador IPC Sustentable desarrollado en **México** en el año 2011 complementa a los demás indicadores de BPGC, en cual se encuentran adheridos, al año 2014, según el Diario El Economista de México (2014), tan sólo 28 empresas, de un total de 145



empresas que cotizan en la **Bolsa de Valores de México**. El índice se creó sobre la base del concepto de sustentabilidad el cual tiene como referencia al índice norteamericano Dow Jones Sustainability, el cual fue implementado en el año 1999.

A pesar del análisis particular de los índices realizados por estos autores, la literatura de Gobierno Corporativo remonta sus estudios de índice de sustentabilidad al creado en **Estados Unidos** en el año 1999, conocido como Dow Jones Sustainability Indexes creado por la Bolsa de Valores de Nueva York, el cual analiza a más de 2.500 empresas de dicho país y que sigue vigente en la actualidad. El S&P Dow Jones Indices forma parte de un grupo aún más amplio de indicadores según RobecoSAM (2017), dado que existe el Dow Jones Sustainability para todo el mundo con especificaciones por región y área geográfica. En términos generales, según la RobecoSAM (2017), estos indicadores se sustentan en el análisis de la economía corporativa, entendiendo a esta como el área de influencia que una empresa posee en el ambiente que la rodea y su performance en función de ellos.

Las variables que analizan dicho índice resultan ser en términos generales, el riesgo de mercado, el clima económico, la oferta de insumos y las prácticas laborales de la empresa, en un contexto de Gobierno Corporativo, como así también realiza relevamientos particulares respecto de dimensiones actuales, como la influencia que el 'lobby' de una empresa tiene en su gobierno, (RobecoSAM, 07-09-2017). Esta última variable se analiza desde la perspectiva de uno de los principios de Gobierno Corporativo respecto del accionar de los grupos de interés. Dentro de las organizaciones no deben existir influencias de grupos de interés para alcanzar beneficios particulares que perjudiquen a la empresa o que beneficien a algún accionista por sobre otros.

Uno de los avances de mayor relevancia en relación al Dow Jones Sustainability es aquel indicador que releva la situación económica de los estados emergentes, que intenta, según la RobecoSAM identificar al 10% superior de las 800 compañías más grandes en



los 20 mercados emergentes basado en criterios económicos, ambientales y sociales de largo plazo. (Ver Figura 4).

La evolución del Dow Jones obtenido desde comienzo de los años 80, que se observa en la figura 4, da cuenta que desde el año 1980, existieron performances positivos en la evolución del índice con algunos hitos de la historia que modificaron la tendencia. Uno de los hitos importantes, fue el conocido ‘Lunes negro’ de 1987, y con el fraude con posterioridad conocido de la empresa energética Enron que se declara en quiebra con participación de grandes bancos y empresas como inversionistas.

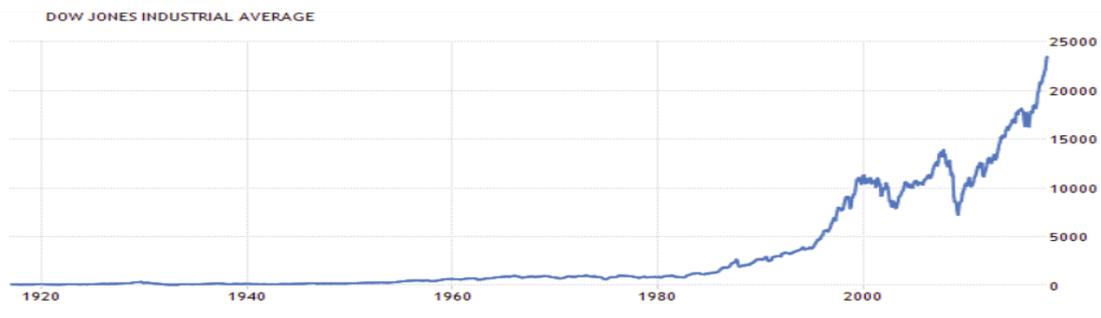


Figura 4 Evolución Dow Jones. 1980-2017. Recuperado de Portal web Trading Economics.

La metodología de construcción de este índice de sustentabilidad en países emergentes comienza con el proceso similar que debe enfrentar cualquier compañía al momento de incorporarse a un índice de BPGC, que consiste en la recepción de una invitación por parte del comité organizador del indicador, con el fin de que voluntariamente la organización adhiera a los estándares de Gobierno Corporativo, como se refleja en la Figura 5.



Geographical Breakdown	Index
DJSI World	Dow Jones Sustainability World Dow Jones Sustainability World Enlarged Dow Jones Sustainability Emerging Markets
DJSI Regions	Dow Jones Sustainability Asia/Pacific Dow Jones Sustainability Europe Dow Jones Sustainability North America
DJSI Countries	Dow Jones Sustainability Australia Dow Jones Sustainability Canada Select 25 Dow Jones Sustainability Korea Dow Jones Sustainability Korea Capped 25% Dow Jones Sustainability Chile ¹

Figura 5 Dow Jones Sustainability. Recuperado de RobecoSAM Sustainability Investing.

En el caso particular del Dow Jones Sustainability de países emergentes, el universo de empresas que fueron invitadas a la conformación del mismo alcanza un total de 800 empresas. Sin embargo, el número de empresas que evalúa la familia del indicador de Dow Jones se refleja en la Figura 6.

Index	Companies Invited	Existing Constituent Threshold
DJSI World	2500 largest companies in the S&P Global BMI	Above US\$ 500 million
DJSI World Enlarged		
DJSI Emerging Markets	800 largest emerging markets companies in the S&P Global BMI	
DJSI Asia/Pacific	600 largest developed Asia/Pacific markets companies in the S&P Global BMI	
DJSI Europe	600 largest developed European markets companies in the S&P Global BMI	
DJSI North America	600 largest US & Canadian companies in the S&P Global BMI	
DJSI Australia	Entire S&P ASX 200	Above A\$ 100 million
DJSI Canada Select 25	Canadian companies invited to the DJSI World and DJSI North America	--
DJSI Korea	200 largest South Korean companies in the S&P Global BMI	Above US\$ 100 million
DJSI Korea Capped 25%		

Figura 6 Familia de Empresas del Dow Jones. Recuperado de RobecoSAM Sustainability Investing.

Una zona de interés para la Unión Europea (UE) y la comunidad económica internacional es el islam, si bien en la actualidad esta región sufre devenires que lo agobian en términos sociales y políticos, sus empresas poseen un gran potencial de crecimiento para el desarrollo de actividades económicas productivas.

Si bien en la literatura actual no se encuentran más que propuestas formales respecto de posibles incorporaciones al Gobierno Corporativo, el índice Dow Jones Sustainability releva desde el año 2008, la evolución en un marco general de la evolución de la liquidez,



sustentabilidad y perdurabilidad en el tiempo de empresas de la zona islamita. Ver Figura7.

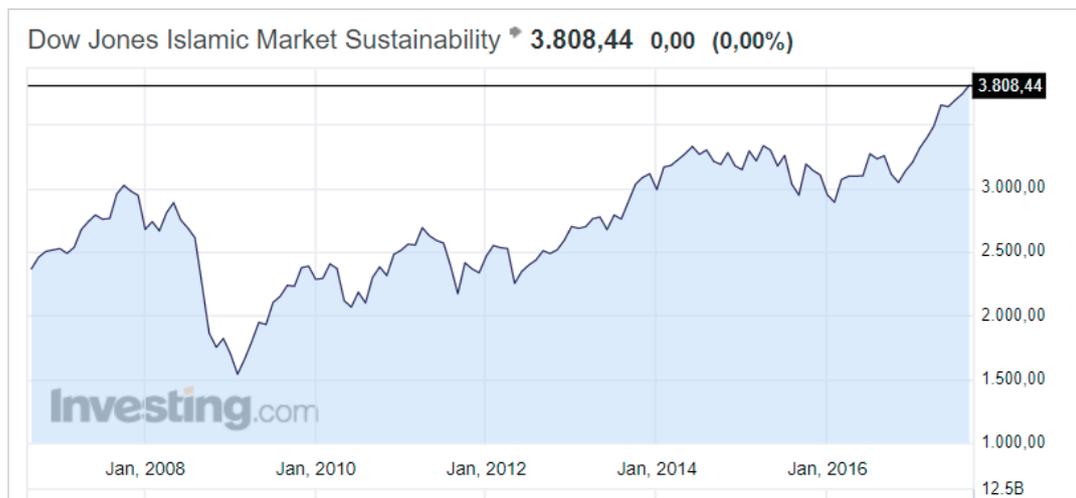


Figura 7 Evolución Dow Jones Islam. Recuperado de Investing Agentes de Bolsa.

La principal inquietud, a nivel económico de la región está sujeta al desarrollo de las actividades de exploración de yacimientos petrolíferos, ya que en la zona de Irán se concentran grandes tierras de explotación.

2.7 Desarrollo de Indicadores

La aplicación de las BPGC incentiva a la distribución de los derechos y responsabilidades dentro de la organización con el fin de generar mayor transparencia y solidez en la toma de decisiones. En sí mismas, estas prácticas comprenden el cumplimiento de nueve criterios establecidos por la Resolución General N 516 del año 2007, con la última modificación realizada a través de la Resolución General 606/2012 dictada por la Comisión Nacional de Valores, en el desarrollo de sus buenas prácticas de Gobierno Societario.

La exposición respecto del cumplimiento de estas prácticas debe ser especificada, según lo exige la Comisión Nacional de Valores en las memorias anuales que cada



empresa emisora realiza en sus exposiciones obligatorias. En dicha resolución queda expresamente expuesta la intención que las BPGS enuncian, “... la forma en que una empresa es administrada y regulada, abarcando un amplio espectro de cuestiones tales como el rol y funcionamiento del Órgano de Administración, la transparencia de los controles internos y externos de la empresa y la divulgación de la información” (Resolución General 606/2012, p1).

La autoevaluación de las empresas seleccionadas con relación de su cumplimiento o no de las BPGS, implican el desarrollo de un índice que releve a través de una suma ponderada del grado de cumplimiento de los nueve principios si los mismos fueron o no efectuados durante el período de análisis. La suma ponderada de estos principios se obtiene a través del producto, el cumplimiento o no del principio por su participación.

$$\text{Índice de BPGC} = \sum_{i=1}^9 \alpha_i * P_i$$

Donde se analiza que i es el tipo de principio que se debe cumplir, según indica la Resolución 606/2012 de la C.N.V, a la vez de que P es el punto que se le asigna al principio en función de su grado de cumplimiento, entre los nueve principios analizados.

Donde α_i es la ponderación del principio dentro del total, y a su vez el mismo se puede encontrar integrado por más de una recomendación a cumplir. Estas recomendaciones intentan describir cuáles serían los pasos a seguir para alcanzar este objetivo, el cual también deberá ser ponderado por su participación en el principio, por lo que algunos principios requieren de la aplicación de una ponderación adicional. En relación a P_i se especifica el tipo de principio que se encuentra en análisis.

Este número índice se encuentra integrado a su vez por la siguiente clasificación del grado de cumplimiento de los principios, como se observa en la Tabla 1.



Tabla 1 Grado de cumplimiento de principios

Cumplimiento		Incumplimiento
Cumplimiento Total	Cumplimiento Parcial	
1	0.5	0

Elaboración propia con datos de la Comisión Nacional de Valores.

Asimismo, para cada principio se debe ponderar un puntaje con base en la evaluación de cada recomendación. A continuación, se enuncian los nueve principios de Gobierno Societario:

- Principio 1. Transparentar la relación entre la emisora, el grupo económico que encabeza y/o integra y sus partes relacionadas.
- Principio 2. Sentar las bases para una sólida administración y supervisión de la emisora.
- Principio 3. Avalar una efectiva política de identificación, medición, administración y divulgación del riesgo empresarial.
- Principio 4. Salvaguardar la integridad de la información financiera con auditorías independientes.
- Principio 5. Respetar los derechos de los accionistas.
- Principio 6. Recomendación Suministrar a la comunidad la revelación de las cuestiones relativas a la emisora y un canal de comunicación directo con la empresa.
- Principio 7. Remunerar de forma justa y responsable.
- Principio 8. Fomentar la ética empresarial.
- Principio 9. Profundizar el alcance del código.

El sistema de ponderación dentro de cada principio consiste en realizar cocientes simples entre la cantidad de recomendaciones dentro de un principio y el principio en particular. A modo de ejemplo se presenta el principio N5, el cual se enuncia los derechos



de los accionistas, que se encuentra compuesto por 6 recomendaciones generales y sub-recomendaciones. Ver Tabla 2.

Tabla 2 Ejemplo de Ponderación del quinto principio de BPGS

Principio 5 Respetar los derechos de los accionistas	11%
5,1	17%
5.1.1	50%
5.1.2	50%
5,2	17%
5.2.1	20%
5.2.2	20%
5.2.3	20%
5.2.4	20%
5.2.5	20%
5,3	17%
5,4	17%
5,5	17%
5,6	17%
5.6.1	50%
5.6.2	50%

Elaboración propia con datos de la Comisión Nacional de Valores.

El quinto principio en conjunto representa una participación del 11 % con respecto al total donde, cada una de las 6 recomendaciones representa el 17 %. Por ejemplo, la recomendación número 2, la cual hace referencia a la promoción de la participación activa de los accionistas dentro de la organización, posee cinco recomendaciones, donde cada una de ellas representa el 20 % del 17 % que representa a su vez la recomendación dos.

El cálculo demostrado en la tabla anterior mantiene la misma fórmula de obtención que el indicador general en el cual la metodología es la ponderación de los principios generales en el total, las recomendaciones dentro de los principios y las sub-recomendaciones dentro de las recomendaciones.



El desarrollo del Índice simplemente intenta calificar en una escala de cumplimiento si las prácticas de Gobierno Societario aplicado se cumplen en cierto grado para clasificar si la empresa lleva o no una política organizada de Gobierno Societario, como muestra la Tabla 3.

Tabla 3 Clasificación de Empresas

Buenas Prácticas	Porcentaje mayor al 70%
Prácticas Parciales	Entre el 50% y el 70%
Malas Prácticas	Menos del 50%

Elaboración propia con datos de la Comisión Nacional de Valores.

Entre las ventajas que se visualizan de la aplicación de las BPGS se pueden destacar que si bien se maximiza el tiempo destinado a fortalecer la empresa debido a la distribución de actividades la medición de estas prácticas se realiza desde la óptica de mantener la liquidez y la estabilidad dentro de la empresa. Según Mendoza (2010) la medición de estas ventajas se puede realizar desde dos modelos estadísticos diferentes, cuantitativos y cualitativos. Los modelos cuantitativos centran su atención en la utilización de un análisis discriminante y técnicas estadísticas para obtener fórmulas matemáticas que resuman y permitan evaluar la probabilidad de insolvencia que tiene una empresa. La base de estos modelos se encuentra en la selección de muestras de empresas que funcionan de manera exitosa y empresas que presenten problemas importantes de organización o funcionamiento.

Los modelos cuantitativos se pueden clasificar en unidimensionales y multidimensionales. Los primeros consideran cada ratio como independiente de los demás y analizan su capacidad de predicción de la insolvencia y se enfrentan al problema de ratios que indiquen resultados contradictorios. Los modelos multidimensionales buscan un indicador sintético que utilice de manera simultánea varias ratios para diferenciar empresas saneadas de empresas con problemas.

Los modelos cualitativos se basan en un análisis más descriptivo de la situación de una empresa e incorporan factores de evaluación de la dirección, gestión y control no



medibles que generan debilidades en la empresa y que acaban provocando síntomas de insolvencia.

En relación a este análisis, Farfán y Lizarzaburu (2016), sugieren el estudio de dos indicadores estadísticos para el análisis de las BPGC, el indicador Z de Altman y Q de Tobin. Ambos indicadores resultan ser estadísticos sintéticos cuantitativos donde se analizan ratios o cocientes entre conceptos contables de las diferentes empresas. La diferencia entre ambos indicadores radica en que la **Z de Altman** resulta ser un indicador cuantitativo multidimensional donde se analizan cinco ratios diferentes en función del cociente ponderado de razones que indiquen solvencia, mientras que la **Q de Tobin** resulta un indicador unidimensional que busca medir si existe o no generación de valor y rentabilidad.

Según Bustos (2005) el modelo de Altman o de Scoring, resultó uno de los primeros modelos basados en regresiones lineales de razones financieras para predecir el comportamiento de las empresas y pronosticar la probabilidad de fracaso de una empresa. Según Anjum (2012) el modelo de Z-Score es conocido como una medida producto de una serie de diferentes ratios financieros, que son utilizados en una fórmula, la cual pondera por grado de relevancia para una potencial quiebra y suma los resultados de la ponderación para generar un resultado final.

Altman (2000) enfocó su interés por estudiar el hecho de que las ratios financieras de forma autónoma, no proveen información adecuada sobre la solvencia financiera de una organización por lo cual determinó el uso de la estadística para evaluar a las entidades privadas con el fin de definir una probabilidad de quiebra.

El resultado obtenido de Z-Score se compara con un puntaje definido por el autor en la Tabla 4.



Tabla 4 Regla de Decisión Z- Score

Zona Segura	Mayor a 2,90
Zona Gris	Entre 2,90 y 1,23
Zona de Stress	Menor a 1,23

Elaboración propia con datos de Altman (2000).

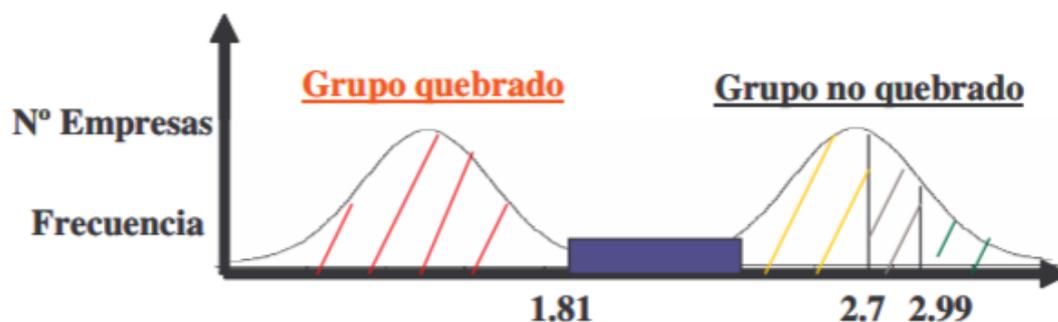


Figura 8 Regla de Decisión Z-Score. Recuperado de Medición y control de riesgos financieros en empresas del sector real (2005).

La Zona Segura indica que no existen probabilidades de que la empresa alcance niveles de riesgo financiero tal que la conduzca a la quiebra.

La Zona Gris indica que las probabilidades de quiebra existen, pero no resulta un camino último la quiebra, es decir que existen posibilidades de revertir la situación para la empresa en el futuro y que ésta no acabe con una quiebra.

La Zona de Stress resulta ser aquella de mayor preocupación para las empresas ya que sus ratios financieras y de solvencia se encuentran en peligro de caer en una quiebra.

La fórmula Altman Z-score consiste en el siguiente cálculo:

$$Z\ Score = 1,2 * T_1 + 1,4 * T_2 + 3,3 * T_3 + 0,6 * T_4 + 1,0 * T_5$$

- T_1 : (Capital Circulante/Activos Totales).



- T_2 : (Beneficios no distribuidos/Activos Totales).
- T_3 : (EBITDA/Activos Totales).
- T_4 : (Capitalización Bursátil/Deuda Total).
- T_5 : (Ventas Netas/Activos Totales).

La primera variable T_1 intenta medir el nivel real de liquidez disponible que posee una empresa para poder cubrir operaciones rutinarias. La segunda variable, T_2 resulta de la búsqueda de conocer la reserva que realiza la empresa frente a posibles contingencias futuras.

La variable T_3 permite conocer el nivel de productividad, respecto al apalancamiento e intereses de la empresa, ya que no se encuentran incluidos en el análisis los intereses financieros que debe afrontar la empresa. La variable T_4 permite conocer el valor de la empresa según libros, es decir aquellas que cotizan en bolsa, respecto a la totalidad de financiamiento. Por último, T_5 representa la comparación entre los ingresos obtenidos debido a las inversiones que permitieron alcanzarlos.

En el caso particular de las empresas argentinas que cotizan en la Bolsa de Buenos Aires y que se encuentran reguladas por la CNV se tiene que, por la disponibilidad de información financiera, se realizan los siguientes supuestos para el cálculo de las diferentes ratios:

- El Capital Circulante se calculó como la diferencia entre el activo y el pasivo corriente de cada uno de los Estados Contables de las empresas. El concepto de capital circulante se entiende, según Fregona (2009) como aquellos activos que se necesitan para llevar adelante la actividad principal de la empresa, este concepto también se conoce como ‘Fondo de Reemplazo’.
- La Capitalización bursátil, se obtiene según Westerfield (2006) como el producto entre el precio por acción en un momento del tiempo específico, multiplicado por el número de acciones emitidas por la empresa.



- Los Beneficios no distribuidos, según Fregona (2009) comprenden los resultados no asignados por la firma que se destinan a constituir reservas, ya sean estas legales, facultativas o normativas.
- EBTIDA, se entiende por la ganancia antes de impuestos, intereses y amortizaciones de la firma.
- El precio de las acciones que se utilizó para el cálculo de la Capitalización Bursátil se obtuvo de la última publicación del valor de las mismas del ejercicio anual.

El otro indicador estadístico unidimensional que mide las BPGC resulta ser la **Q de Tobin**, que según, Farfán y Lizarzaburu (2016) puede ser definido como la ratio entre el valor de mercado (VA) asignado a todos los activos (A) de una firma, considerando los de carácter intangible como pueden ser, calidad de gestión, poder de mercado entre otros versus su costo de reposición.

$$Q = \frac{VA}{A}$$

El procedimiento de cálculo para la obtención de este indicador comienza con la obtención del valor de mercado de la firma, el cual no necesariamente se encuentra expuesto por la misma, y en particular para el presente trabajo se utilizará como concepto asimilable la Capitalización Bursátil. El concepto de Capitalización Bursátil asociado al cálculo comprende el producto entre el valor de las acciones de la empresa y el número de acciones que se están comercializando. Una vez obtenido este valor se procede a analizar el concepto que comprende A, el representa el activo total de las empresas en cada momento del tiempo seleccionado.

Según Milei (2007), el estadístico Q de Tobin resulta una herramienta superadora, lo cual se sostiene en cinco pilares fundamentales, (i) al igual que en el caso del análisis de múltiplos, permite encontrar un resultado de manera rápida, (ii) puede ser utilizado como cualquier otro múltiplo de mercado casi de manera mucho más natural pues resulta de un



simple cociente entre dos conceptos, (iii) permite su descomposición en los determinantes fundamentales del valor como cualquier otro múltiplo, (iv) el no pago de dividendos no violenta de manera impropia su implementación y (v) pese a todas sus ventajas como múltiplo, no deja de ser un modelo de flujo de fondos.

En relación al resultado que arroja este indicador resulta que el mismo se puede sintetizar en la Tabla 5.

Tabla 5 Regla de Decisión Q de Tobin

Generación de valor y rentabilidad	Mayor a 1
No generación de valor y rentabilidad	Menor a 1

Milei (2007), "Teoría de la Inversión y Mercados Financieros: La "q" de Tobin y su uso para la Valuación de Empresas".

Capítulo III

3.1 Metodología

El presente trabajo sigue un enfoque de investigación tanto cualitativo como cuantitativo, que según Sampieri (2014) utiliza la recolección de datos para probar hipótesis con medición numérica, con el fin de poder darle interpretación a las mismas, para establecer patrones de comportamiento y probar teorías.

El tipo de estudio que se ha seleccionado es descriptivo, a partir de la recolección de instrumentos legales, actas de sociedades e informes de organizaciones se busca establecer cuáles son los principios que se aplican de las BPGS.

El tipo de diseño utilizado es longitudinal de tendencia. Tomando como base de análisis, el periodo de 2013-2016, permitiendo realizar sucesivas observaciones sistemáticas de BPGS, logrando analizar los efectos a través del tiempo. El análisis



tendencial de las variables implicará analizar a través de estadísticos descriptivos, su valor medio, la variabilidad de los datos respecto de la media, su varianza y su coeficiente de desviación estándar.

El horizonte temporal con que se realizará el análisis será de 4 años para evitar sesgos estadísticos en las variables descriptivas, para empresas argentinas, sin importar su ubicación e intentando diversificar, las actividades económicas que llevan a cabo.

Igualmente, es importante señalar que se trata de una investigación no experimental, ya que se realizan sin la manipulación deliberada de variables en un ambiente también intencionado, sino que solo se realiza la observación de los hechos que han acontecido naturalmente, para su posterior análisis.

La fuente de datos será secundaria, con base al análisis financiero de 14 empresas que cotizan en la Bolsa Argentina, de distintas ramas de actividad; primarias (Agro industria), secundarias (industria y energía), terciarias (intermediación financiera, fabricación y distribución alimenticia), en un período del año 2013 al 2016. Estas empresas se clasificarán en función de la aplicación o no de BPGS.

Como técnicas a utilizar, se trabajará con dos indicadores:

- El indicador **Z de Altman**, para evaluar la probabilidad de quiebra por una situación de insolvencia financiera.
- El indicador **Q de Tobin** para conocer si una organización tiene un adecuado nivel de generación de valor o rentabilidad.

El listado de las empresas argentinas seleccionadas, como así también el rubro al cual pertenecen se encuentra expuesto en la Tabla 6. La selección de dichas empresas se signó por la búsqueda de obtener diversidad en la actividad productiva que cada una presentará,



como así también la disponibilidad de información a través de la publicación de sus Estados Contables en la CNV.

Tabla 6 Empresas Seleccionadas

Nombre de la Empresa	Actividad Económica
Agrometal	Agro Industria
Ganadera La Paz	Agro Industria
Pampa Energía	Energía
Petrobras	Energía
YPF	Energía
Molinos Río de La Plata	Fabricación y Distribución Alimenticia
Arcor	Fabricación y Distribución Alimenticia
Ledesma	Fabricación y Distribución Alimenticia
Tenaris	Industria
Aluar	Industria
Siderar	Industria
Banco Patagonia	Intermediación Financiera
Banco Galicia	Intermediación Financiera
Banco Comafi	Intermediación Financiera

Elaboración propia con datos de la Comisión Nacional de Valores.

Capítulo IV

La siguiente sección del presente trabajo de investigación procederá a desarrollar los conceptos expuestos en el marco teórico con el fin de obtener un resultado respecto del objetivo general planteado, sobre la realidad de las BPGS en Argentina para un conjunto de empresas representativas del panel líder del mercado accionario y también para la evidencia recolectada en América Latina.



4.1 Grado de Cumplimiento de las Buenas Prácticas de Gobierno Corporativo

4.1.1 Análisis en América Latina

En América Latina existe una percepción, según Wigodski y Zúñiga (2014) de que es una zona de alto riesgo para los inversionistas, debido a las crisis sociales y económicas que se presentan en los países que la componen. La implementación de las políticas de Gobierno Societario permite diferenciar cada uno de los mercados, para que los inversionistas internacionales sean atraídos a los países que resguarden de mejor manera sus derechos y protejan sus inversiones. En particular, las políticas de Gobierno Societario que mayor importancia recoge dentro del análisis son aquellas relacionadas con la protección de inversionistas minoritarios, su participación y poder dentro de la institución.

En términos generales, en relación a los derechos de los accionistas en América Latina estos están resguardados, pero según La Porta, López y Shleifer (1999) a finales de la década de los 90 existió una ola de fusiones y adquisiciones que los inversionistas han llevado a cabo en la región, con importantes “premios por control” para los accionistas controladores que atentaron a los principios de Gobierno Societario.

En relación a la percepción de los inversionistas respecto a las empresas que implementan las Buenas Prácticas de Gobierno Corporativo, la consultora económica McKinsey & Company en los años 1999 y 2000, realizó un estudio comparativo, entre la percepción de los inversionistas que valoraban estas prácticas en las economías desarrolladas y las economías en desarrollo como América Latina.

En Latinoamérica, los inversionistas locales dicen que el aumento de la transparencia en la información es la preocupación principal al momento de decidir si invertir o no en una empresa, mientras los inversionistas extranjeros ven los ‘derechos del accionista’ como prioritarios. Los inversionistas extranjeros, creen que la información adicional no



resulta útil en sus decisiones si la misma no puede influir en el directorio o decisiones de la administración.

El análisis del nivel de desarrollo de las Buenas Prácticas de Gobierno Corporativo en América Latina presentó su primer estudio formal en el año 2000 y 2001, cuando los bancos de inversiones de Estados Unidos y especialmente de Nueva York, Carril (2001) analizaron formalmente cuáles fueron las últimas reformas implementadas en los distintos países en relación a la votación en el Directorio, regulación de ofertas públicas para empresas que cotizan en las distintas Bolsas de Comercio y gobernabilidad.

En comparación de las distintas legislaciones de Chile, Argentina, Brasil, Colombia y México, el país que alcanzó el mejor nivel de protección de los accionistas minoritarios fue Chile. En **Chile**, los problemas principales de Gobierno Corporativo en los cuales se han concentrado los esfuerzos de las distintas legislaciones son los conflictos de intereses entre los accionistas controladores y los minoritarios, debido a problemas de agencia por los que surgen los análisis de Gobierno Corporativo.

En el año 2016, la consultora McKinsey & Company realizó un estudio respecto de una nueva norma implementada en Chile, a través de la Superintendencia de Valores y Seguros (SVS), la Norma de Carácter General N°385 que establece reglas de difusión de información respecto de las prácticas de Gobierno Corporativo adoptados por las sociedades anónimas abiertas.

La Norma de Carácter General N 385 estructura su funcionamiento y análisis en cuatro áreas generales, donde cada una de ellas profundiza el análisis en temas de discusión que se desglosan en un subconjunto de prácticas específicas. En el estudio se sugiere que las empresas debían responder si cumplen y han implementado la práctica o no, entregando, en ambos casos, las explicaciones correspondientes. Este último avance también se encuentra efectuado en Argentina a través de la exigencia de la Comisión Nacional de Valores del país al adicionar a los Estados Contables publicados el cumplimiento de estas



prácticas y las explicaciones de qué esfuerzos se realizaron desde las empresas para cumplimentar dichos objetivos de prácticas.

El estudio realizado por McKinsey &Company arroja conclusiones respecto del cumplimiento de las cuatro áreas temáticas, como muestra la Figura 9.

Grado de cumplimiento de las prácticas de la NCG 385 por área temática:

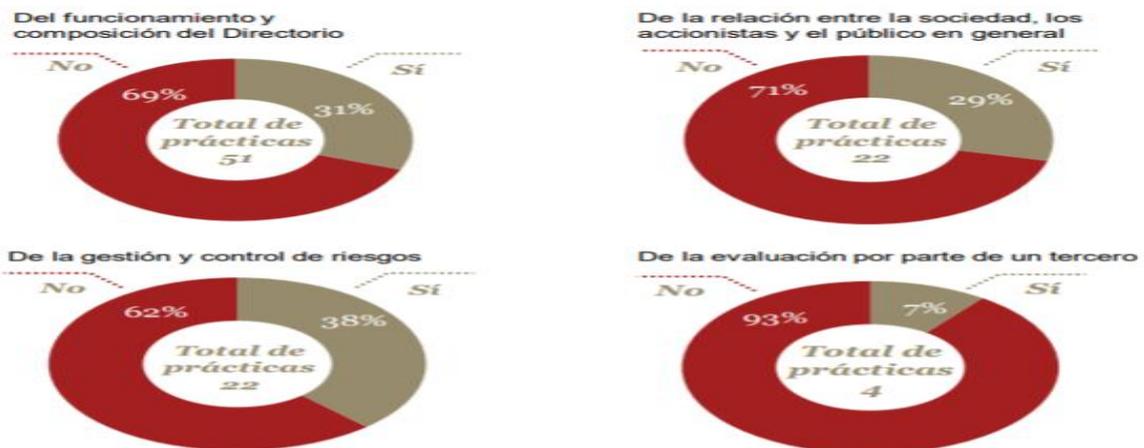


Figura 9 Aplicación de BPGC en Chile. Año 2016. Recuperado de PWC Gobiernos Corporativos en Chile: Una mirada a la implementación de La Norma de Carácter General N° 385”

En términos de la cantidad de empresas que en Chile implementan las Buenas Prácticas de Gobierno Corporativo, según cifras del Centro de Gobierno Corporativo de la Universidad de Chile, 79 de las 179 compañías que enviaron sus reportes 2016 al ente regulador mostraron un aumento en la cantidad de prácticas adoptadas. Eso sí, otras 81 no hicieron cambios y 19 disminuyeron respecto de 2015.

A su vez, el estudio reafirma que, en el último ejercicio económico analizado, 2015-2016 existió un incremento de 8,6 % en la incorporación de las mejores prácticas que establece la norma. La regla establece 99 prácticas para implementar de forma voluntaria. Durante 2015 se adoptaron en promedio 31 de ellas, para 2016 la cifra subió a 34.



En términos de análisis de tendencias en las prácticas, se puede afirmar que Chile comenzó un camino hacia la mejora de estas prácticas, ya que el 44 % presentó una mejora en esta temática y tan sólo 11 % sufrió una desmejora en estas prácticas, mientras que el 45 % no presentó mejoras ni desmejoras en esta temática. En términos generales el trabajo realizado por el Centro de Gobierno Corporativo de la Universidad de Chile demuestra el siguiente grado de cumplimiento.

Estructura y contenido			Primer Reporte de Cumplimiento - Marzo 2016	
Capítulo	Temas	Prácticas	Sí se cumplen	No se cumplen
Funcionamiento y composición del Directorio	11	51	31%	69%
Relación entre la sociedad, los accionistas y el público en general	7	22	29%	71%
Gestión y control de riesgos	4	22	38%	62%
Evaluación por parte de un tercero	1	4	7%	93%
Total		99	31%	69%

Figura 10 Grado de Cumplimiento de las BPGC por tema 2016. Recuperado de Centro de Gobierno Corporativo 2016 Hacia dónde va el Gobierno Corporativo en Chile.

En relación a otro caso de estudio de la región que aplica las Buenas Prácticas de Gobierno Corporativo, **Brasil** a través de su segmento de Novo Mercado agrupa a las empresas que llevan a cabo estas prácticas. En un análisis realizado por Carvalho da Silva y Leal (2006), se caracteriza a estas empresas por una alta concentración, el accionista mayoritario posee, habitualmente, más del 50 % pudiendo llegar a ser el 60%.

De manera resumida, las prácticas de Gobierno Corporativo que han sido adoptadas por las empresas cotizadas en Brasil son:

- (a) El Consejo de Administración debe estar integrado por, al menos, tres consejeros en las empresas que cotizan en el segmento Nivel 1 y cinco si cotizan en el Nivel 2 y Novo Mercado. El Nivel 1 es el segmento con menor exigencia, mientras que el Novo



Mercado presenta el mayor número de requisitos. El Nivel 2 se encuentra, por tanto, en un nivel intermedio de exigencia.

(b) En los segmentos Nivel 2 y Novo Mercado, la tasa de independientes debe ser, al menos, del 20 y 30%, respectivamente.

(c) El director general es designado por el consejo de administración y se sugiere la separación de los cargos de presidente del consejo de administración y director general en todos los segmentos.

(d) La creación del comité interno de auditoría no es una práctica ampliamente adoptada en Brasil, siendo un consejo fiscal quien realiza sus funciones.

(e) En cuanto a la auditoría y rotación del auditor externo, se recomienda la presencia de un auditor independiente y que éste sea renovado cada cinco años.

Desde la implementación del segmento de Novo Mercado y desde la modificación de la ley en el año 2006 en relación a las prácticas de Gobierno Corporativo, a finales de julio de 2008, el índice se encontraba compuesto por 443 empresas que cotizaban en el Mercado de Valores, de las cuales 103 cotizaban en Novo Mercado, 18 en el nivel 2 y 44 en el nivel 1, representando el 61.6 % del total del mercado de capitalización. En relación con el compromiso del sector privado en la promoción del buen gobierno, siendo Brasil uno de los más avanzados en América Latina.

Un estudio realizado por la consultora KPMG en el Mercado de Valores de Brasil denota el grado de cumplimiento de las políticas de Buenas Prácticas de Gobierno Corporativo para el año 2017, en función si el mismo se cumple de manera parcial o total. El análisis se realiza en cuatro segmentos de mercado en función de los índices utilizados en este país.



El índice de referencia de todas las empresas que sí practican las indicaciones de Gobierno Corporativo es el Novo Mercado, el cual indica que existen cuatro ítems en los que se debería mejorar, en términos generales, sobre 533 empresas analizadas, para lograr una mejor transparencia.

Los ítems a mejorar son:

- Porcentaje de Consejeros externos.
- Relaciones familiares en la administración de la empresa.
- Número de reuniones del Consejo de Administración.
- La implementación de un Consejo Fiscal Permanente.

	Novo Mercado	Nível 2	Nível 1	Básico
Conselho de administração				
Cargos CEO x Chairman separados	100%	100%	100%	71%
% de conselheiros externos	54%	57%	75%	68%
% de conselheiros independentes	38%	34%	16%	13%
Relações familiares no CA	54%	52%	50%	40%
Número de reuniões	13	15	22	14
Avaliação de desempenho do CA	34%	22%	42%	12%
Comitê de auditoria				
Existência	54%	62%	43%	34%
Membros do conselho de administração no comitê	58%	42%	41%	51%
Outros itens				
Conselho fiscal permanente	20%	29%	62%	28%
Código de ética e conduta	100%	100%	100%	44%
Área de gerenciamento de riscos	50%	71%	73%	28%
Política de gerenciamento de riscos - <i>Comply or Explain</i>	73%	75%	88%	62%
Auditoria interna	70%	90%	100%	56%
Qualidade dos controles internos	98%	89%	95%	87%

■ Maior aderência às boas práticas de governança
■ Menor aderência às boas práticas de governança

Figura 11 Grado de Cumplimiento de Buenas Prácticas en Brasil 2017. Recuperado de KPMG “A Governança Corporativa e o Mercado de Capitais”.

El Banco Mundial realiza un relevamiento de la cantidad de empresas que cotizan en bolsa en cada uno de los países del mundo, si bien este indicador no es directamente atribuible a la cantidad de empresas que adhieren a las Buenas Prácticas de Gobierno



Corporativo, si denota el tamaño del mercado de país y cuál es la influencia que estas prácticas pueden tener.

En cuanto a la dimensión del mercado, se puede apreciar que Brasil supera ampliamente a los demás países que se encuentran en América Latina. Particularmente si se compara con Argentina, Brasil triplica la cantidad de empresas que cotizan en Bolsa, y en relación a Chile, Argentina tiene menos de la mitad de empresas, pero supera a Colombia y a Venezuela, pero no a México. En términos comparativos, América Latina posee un 20 % de empresas que cotizan en los distintos Mercados de Valores, en relación a la Unión Europea.

La apertura de las empresas argentinas al Mercado de Capitales permitirá mejorar la dinámica de las Prácticas de Gobierno Societario a la vez que mejorará la transparencia del mercado e incentivará el alcance de mayores niveles de participación.

Es notable en este sentido que Argentina en el año 1999 poseía un total de 125 empresas que cotizaban en Bolsa, mientras que en el año 2002 un total de 15 empresas dejaron de hacerlo, luego de la crisis que sufrió este país a nivel económico, social y político. A su vez, la sucesiva inestabilidad de la economía argentina llevó a que en el año 2016 tan solo 93 empresas se encuentren inmersas en el Mercado de Capitales como política económica para incorporar inversores.

La dinámica de Brasil en relación a la evolución de la cantidad de empresas que integran o se incorporan al Mercado de Capitales se tiene que la tendencia en la variación interanual desde 1999 a 2016 es bajista, en el sentido de que existe en la mayoría de los años, exceptuando dos caídas en la cantidad de firmas. En el año 2007 si presenta un aumento considerable de aproximadamente 14 % en términos interanuales. A pesar de tener una tendencia bajista Brasil supera ampliamente a la Argentina en cantidad de empresas.

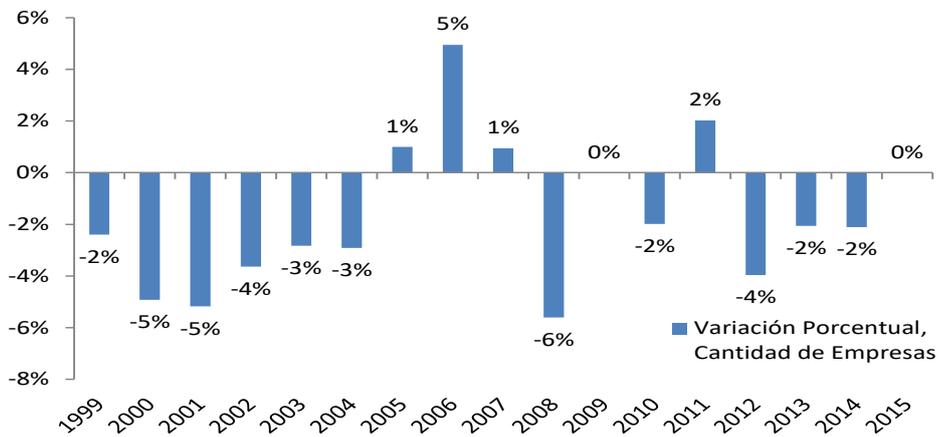


Figura 12 Evolución de la cantidad de empresas en Argentina años 1999-2016. Elaboración propia. Recuperado de Banco Mundial.

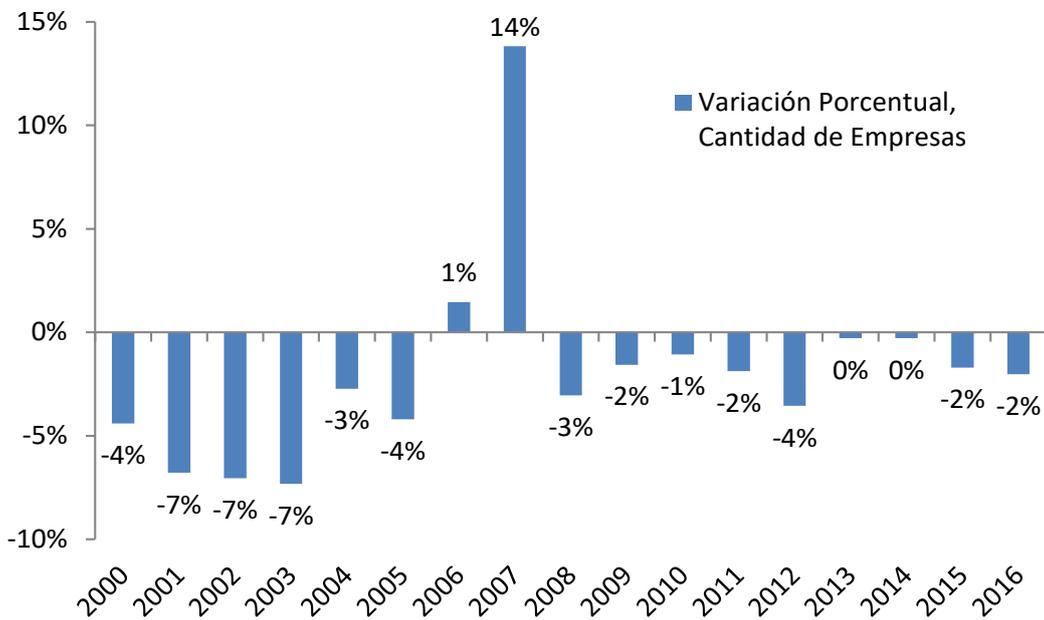


Figura 13 Evolución de la Cantidad de empresas en Brasil años 1999-2016. Elaboración propia. Recuperado de Banco Mundial.



4.1.2 Análisis en Argentina

En función del análisis realizado para las empresas seleccionadas en Argentina se procede una vez realizada la obtención de datos a su interpretación y análisis a través de tabla resumen por principios y su cumplimiento, la actividad económica y cuadros resumen relacionados con la evolución en el tiempo.

En correspondencia de la obtención del grado de cumplimiento de los principios establecidos por la IAGO como Buenas Prácticas de Gobierno Societario, se dispone a establecer un resumen de los resultados obtenidos, a través de la creación del índice de cumplimiento antes mencionado.

El análisis de las tablas resumen se realizan para cada año en particular y todas las empresas seleccionadas para obtener el cálculo de las medias de cada principio por año y luego por cada empresa en los distintos años. En el rango de empresas seleccionadas se puede apreciar que el cumplimiento de los distintos principios se mantiene a lo largo el tiempo, con algunas leves variaciones, pero en promedio en todos los años se alcanzó las buenas prácticas, ya que el indicador superó el 70 %.

En relación al grado de cumplimiento se puede analizar que, en el año 2013, el 36 % de las empresas poseían prácticas de Gobierno Societario parciales, mientras que el 57 % eran buenas prácticas y tan sólo el 7 % mostraba malas prácticas. El porcentaje que se presentó en el año 2013 se modificó a lo largo de los años analizados, teniendo mayor participación las prácticas parciales y menor participación las buenas prácticas. Este análisis de datos de panel permite dar cuenta que, en promedio, no se mejoró en las prácticas de las empresas seleccionadas hacia Buenas Prácticas, al contrario, disminuyó el porcentaje que lo cumple.



A partir de la tabla 7 (2013) hasta la tabla 10 (2016), se muestra el grado de cumplimiento de las 14 empresas seleccionadas, mostrando en valores porcentuales el desempeño de las prácticas de manera separada.

Tabla 7 Valor del Indicador prácticas de GS en Argentina año 2013

EMPRESA	Total	Buenas Prácticas	Prácticas Parciales	Malas Prácticas
Agrometal	36,77%			X
Ganadera La Paz	57,73%		X	
Pampa Energía	70,62%	x		
Petrobras	84,05%	x		
YPF	93,42%	x		
Molinos Río de La Plata	55,24%		X	
Arcor	52,31%		X	
Ledesma	68,15%		X	
Tenaris	75,29%	X		
Aluar	70,22%	x		
Siderar	69,28%		x	
Banco Patagonia	81,23%	X		
Banco Comafi	86,11%	x		
Banco Galicia	95,00%	x		
MEDIA TOTAL AÑO 2013	71%	57%	36%	7%

Elaboración propia con datos de la Comisión Nacional de Valores.

La tabla 8 (2014) presenta una disminución del grado de cumplimiento en referencia al año 2013. Esa disminución del 7 % en empresas con buenas prácticas se transforma en un aumento en el porcentaje de cumplimiento de prácticas parciales.

Tabla 8 Valor del Indicador prácticas de GS en Argentina año 2014

EMPRESA	Total	Buenas Prácticas	Prácticas Parciales	Malas Prácticas
Agrometal	36,59%			X
Ganadera La Paz	56,60%		X	
Pampa Energía	70,62%	x		



Petrobras	84,05%	x		
YPF	93,42%	x		
Molinos Río de La Plata	55,24%		X	
Arcor	52,31%		X	
Ledesma	66,56%		X	
Tenaris	74,92%	X		
Aluar	64,66%		x	
Siderar	69,28%		x	
Banco Patagonia	81,23%	X		
Banco Comafi	86,11%	x		
Banco Galicia	95,00%	x		
MEDIA TOTAL AÑO 2014	70%	50%	43%	7%

Elaboración propia con datos de la Comisión Nacional de Valores.

Al comparar los años 2015 y 2016 (Ver tablas 9 y 10), se puede observar que la media total de las empresas muestran un mejor grado de cumplimiento de las BPGS, destacando que el año 2016 presenta el mayor porcentaje en promedio de cumplimiento de los cuatro años que representa el (72 %).

Tabla 9 Valor del Indicador prácticas de GS en Argentina año 2015

EMPRESA	Total	Buenas Prácticas	Prácticas Parciales	Malas Prácticas
Agrometal	36,77%			X
Ganadera La Paz	57,71%		X	
Pampa Energía	70,62%	x		
Petrobras	84,05%	x		
YPF	93,42%	x		
Molinos Río de La Plata	55,24%		X	
Arcor	52,31%		X	
Ledesma	66,56%		X	
Tenaris	74,92%	X		
Aluar	64,66%		X	
Siderar	69,28%		X	
Banco Patagonia	81,23%	X		
Banco Comafi	86,11%	x		



Banco Galicia	95,00%	x		
MEDIA TOTAL AÑO 2015	71%	50%	43%	7%

Elaboración propia con datos de la Comisión Nacional de Valores.

Tabla 10 Valor del Indicador prácticas de GS en Argentina año 2016

EMPRESA	Total	Buenas Prácticas	Prácticas Parciales	Malas Prácticas
Agrometal	38,99%			X
Ganadera La Paz	61,04%		X	
Pampa Energía	73,95%	x		
Petrobras	84,05%	x		
YPF	93,42%	x		
Molinos Río de La Plata	58,58%		X	
Arcor	52,31%		X	
Ledesma	68,78%		X	
Tenaris	74,92%	X		
Aluar	64,66%		X	
Siderar	69,28%		X	
Banco Patagonia	81,23%	X		
Banco Comafi	86,11%	x		
Banco Galicia	95,00%	x		
MEDIA TOTAL AÑO 2016	72%	50%	43%	7%

Elaboración propia con datos de la Comisión Nacional de Valores.

Con referencia a la Figura 14, el cumplimiento de los principios se puede apreciar que aquellos que presentan mayor grado de cumplimiento son el primero y octavo principio, que buscan transparentar la relación entre la emisora al grupo económico y fomentar la capacidad ética de la emisora de las acciones en el sentido de que no debe inclinar sus acciones y toma de decisiones hacia los intereses particulares o políticos sino al bienestar general de la institución. El porcentaje de cumplimiento en todos los años, en promedio, para las 14 firmas seleccionadas como muestra representativa es del 89 %.

En relación al principio que menor importancia le dan las empresas seleccionadas al cumplimiento del mismo, y que menos grado tiene es el número 7 el cual se encuentra



integrado por varios sub-principios de interés, pero en términos globales el mismo enuncia, como recomendación, establecer políticas claras de remuneración de los miembros del órgano de administración y gerentes de primera línea, con especial atención a la consagración de limitaciones convencionales o estatutarias en función de la existencia o inexistencia de ganancias. Esta política recomendada por la CNV y el IAGO tiene como objetivo primordial orientar la adjudicación de fondos dentro de la institución de manera transparente y en la muestra representativa seleccionada tan solo se alcanza un 36 % de grado de cumplimiento.

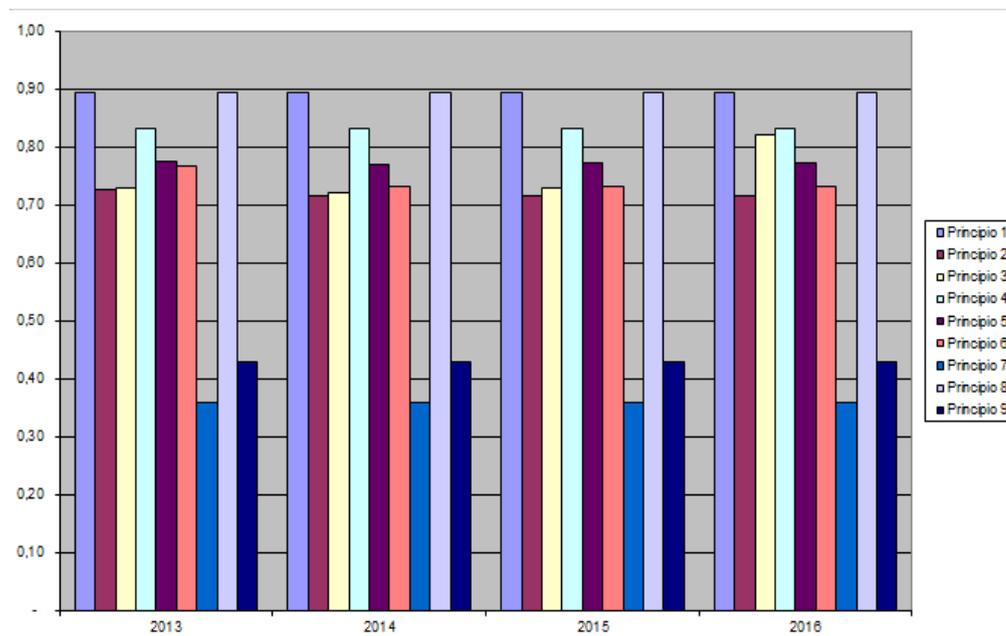


Figura 14 Resumen de Promedios por Principio años 2013-2016. Elaboración propia.

El resumen del grado de cumplimiento de las Prácticas de Gobierno Societario en Argentina se alcanza luego de realizar un análisis de la media (promedio) de los principios revelados por empresa. Es decir, una vez recolectados los distintos documentos de Gobierno Societario (Ver anexo B) que reportan las empresas y de obtener el indicador y por año, se calculó el promedio o media aritmética de cada principio por año para obtener el porcentaje que se obtuvo por principio en cada año analizado. Los resultados conseguidos se expresan en la Tabla 11.



Tabla 11 Resumen del Grado de Cumplimiento de las Prácticas años (2013-2016)

AÑO	Buenas Prácticas	Prácticas Parciales	Malas Prácticas
2013	57,1%	35,7%	7,1%
2014	50,0%	42,9%	7,1%
2015	50,0%	42,9%	7,1%
2016	50,0%	42,9%	7,1%

Elaboración propia con datos de la Comisión Nacional de Valores.

En la figura 15 se puede apreciar una leve disminución de las buenas prácticas, un mínimo incremento de prácticas parciales y sin alteración en el porcentaje de las malas prácticas.

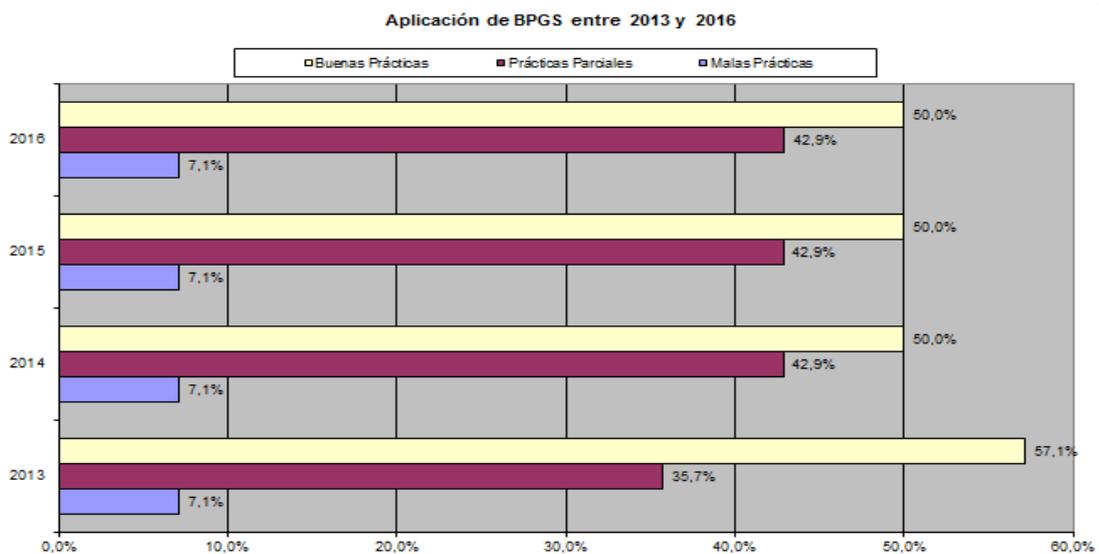


Figura 15 Grado de cumplimiento de la BPGS entre 2013 y 2016. Elaboración propia.

La tabla 12 muestra el resumen de la evaluación global de cada sector, para identificar si presentan buenas o malas prácticas o cumplimiento parcial de los nueve principios expuestos en por la Comisión Nacional de Valores (CNV).



Tabla 12 Resumen de Prácticas de Gobierno Societario por actividad (2013-2016)

Sector / Actividad	2013	2014	2015	2016
<i>Intermediación Financiera</i>	87%	87%	87%	87%
<i>Industria</i>	72%	70%	70%	70%
<i>Fabricación y Distribución Alimenticia</i>	59%	58%	58%	60%
<i>Energía</i>	83%	83%	83%	84%
<i>Agro Industria</i>	47%	47%	47%	50%

Elaboración propia con datos de la Comisión Nacional de Valores.

No se hallaron cambios significativos, es decir que si algunos sectores disminuyeron o aumentaron sus porcentajes de cumplimiento no modificaron su estadio.

La Figura 16 muestra que las BPGS, se mantienen estables entre los períodos analizados 2013 hasta 2016, con pequeñas variaciones. El sector de Agroindustria presentó una mejoría, no así el sector Industria. Los demás se mantienen sin grandes alteraciones.

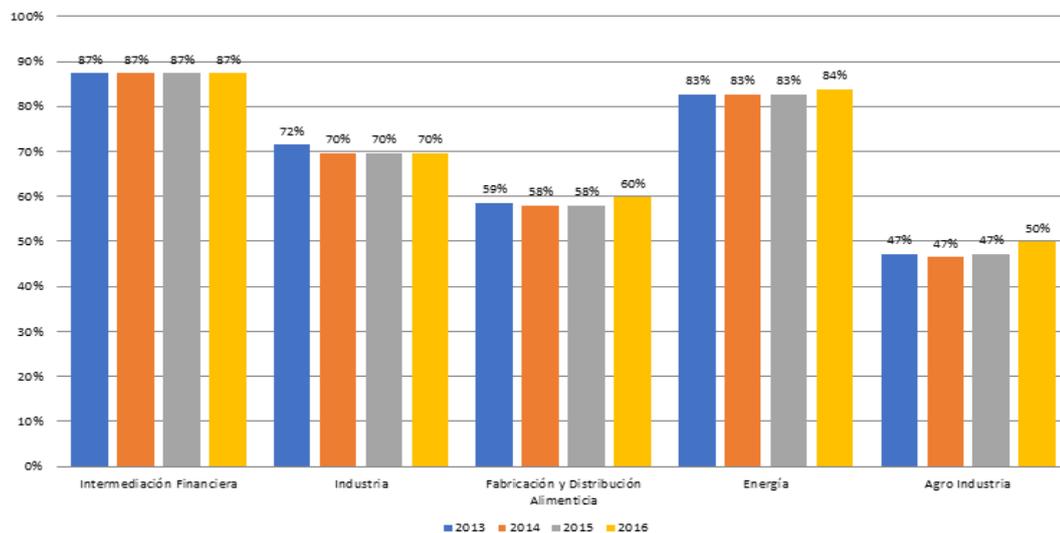


Figura 16 Análisis por Industria entre 2013-2016. Elaboración propia.

En un análisis relacionado con los sectores a los que pertenecen las empresas seleccionadas como muestra representativa se puede destacar el hecho de que, el sector



de intermediación Financiera y Energía poseen Buenas prácticas de cumplimiento de los principios de Gobierno Societario. (Figura 17 y Figura 18).

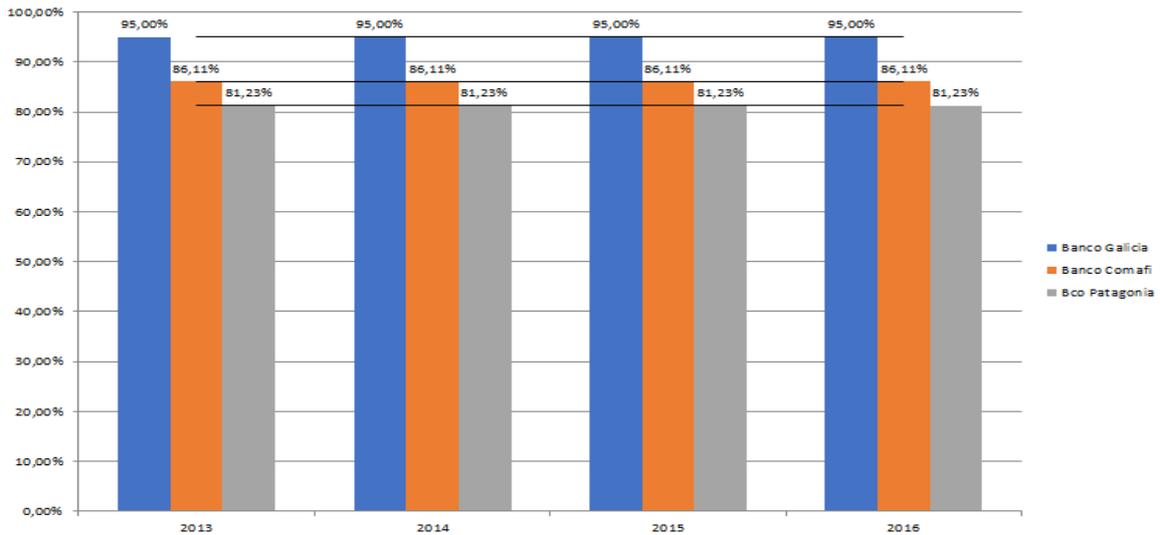


Figura 17 Evolución de BPGS (Intermediación Financiera). Elaboración propia.

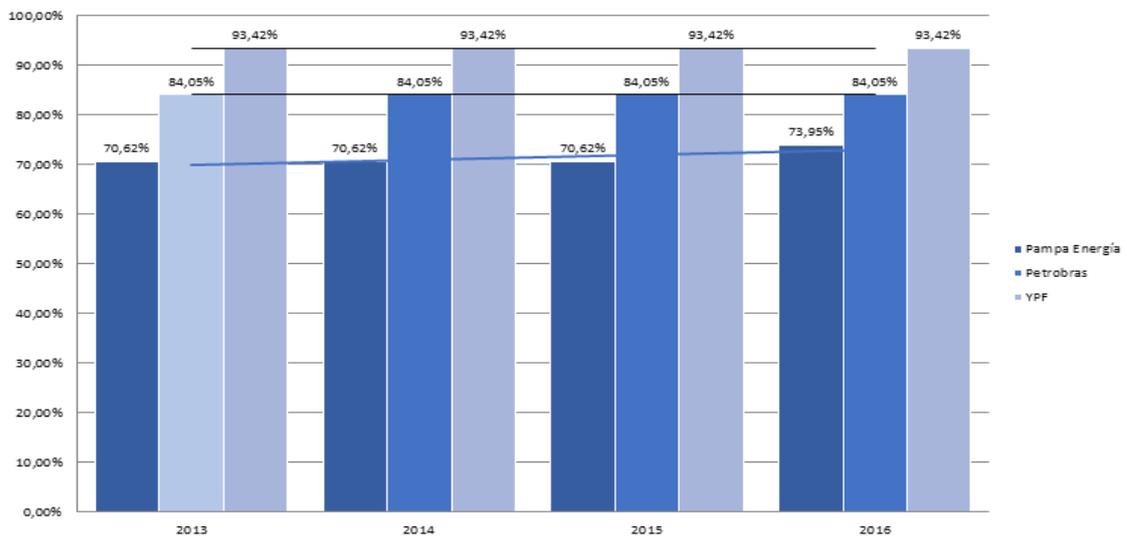


Figura 18 (Evolución de BPGS (Energía)). Elaboración propia.

Con respecto a la industria pesada de Argentina, que la componen Siderar, Tenaris y Aluar, la situación es más endeble en el grado de cumplimiento, porque si bien Tenaris es una empresa estandarte de Argentina y posee Buenas Prácticas de Gobierno Societario



en función del índice ponderado calculado, las otras empresas tienen un nivel de cumplimiento parcial, destacando que su evolución entre los años 2013 y 2016 fue decreciente ante las BPGS. (Ver Figura 19).

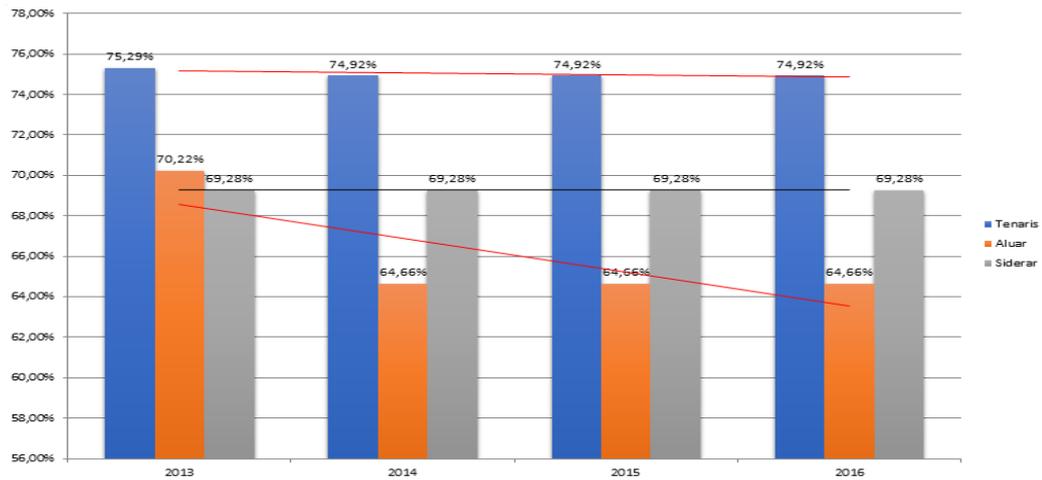


Figura 19 Evolución de BPGS (Industria). Elaboración propia.

En relación a la industria alimenticia, la realidad es aún más parcial, ya que Arcor, Ledesma y Molinos Río de La Plata denotan en la exposición de sus Estados Contables y en la declaración de Gobierno Societario poseer prácticas parciales de buena gobernanza. La Figura 20 indica un incremento de la aplicación de BPGS.

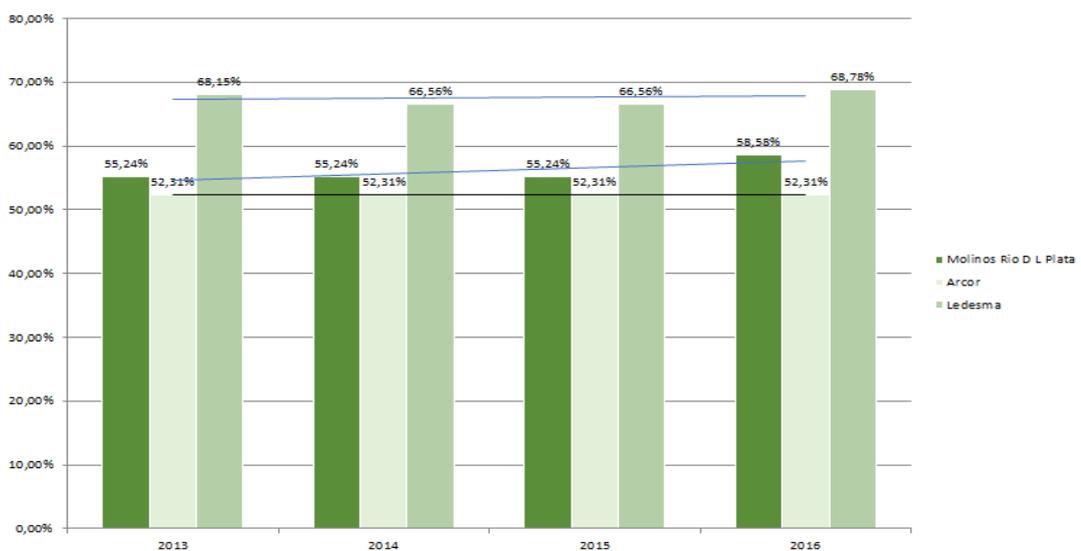


Figura 20 Evolución de BPGS (Fabricación y Distribución Alimenticia). Elaboración propia.



Por último, en términos del sector Agro industrial, compuesto por Agrometal y Ganadera La Paz, la situación es similar a la expuesta para el rubro alimenticio, con prácticas parciales y malas, aunque mostrando un incremento de mejoras de BPGS en la evolución de los años analizados (Ver figura 21).



Figura 21 Evolución de BPGS (Agro Industria). Elaboración propia.

4.2 Análisis Financiero del Gobierno Societario en Argentina

Para llevar a cabo un análisis financiero de la República de Argentina, es necesario hacer una observación de los resultados arrojados de los dos indicadores la Z de Altman, que procura de manera cuantitativa identificar las razones que pueden llevar a las empresas de Argentina a conseguir y mantener solvencia y la Q de Tobin que indica la generación de valor y rentabilidad.

En relación al cálculo de los indicadores seleccionados para la determinación de si existe o no probabilidad de quiebra en las 14 empresas seleccionadas, así como también la generación de rentabilidad o no, se procede a utilizar la herramienta de los datos de panel, con un análisis previo de cada indicador, para luego profundizar una relación



conjunta entre los mismos y concluir su correlación según el grado de cumplimiento de BPGS.

4.2.1 El estadístico de la Z de Altman

El estadístico de la Z de Altman refleja la probabilidad que tiene una empresa de alcanzar o no niveles de riesgo financiero que la conduzca a la quiebra. La Tabla 13 muestra los resultados obtenidos por las 14 empresas seleccionadas entre los años 2013 y 2016.

Tabla 13 Análisis de Datos de Panel, Z de Altman años (2013-2016)

Actividad Económica	Empresa	2013	2014	2015	2016
Agro Industria	Agrometal	2,10	2,70	1,63	3,91
Agro Industria	Ganadera La Paz	3,90	2,30	1,45	1,15
Energía	Pampa Energía	0,93	0,67	1,11	0,29
Energía	Petrobras	1,47	1,48	1,48	1,44
Energía	YPF	2,14	1,89	1,24	0,87
Fabricación y Distribución Alimenticia	Molinos Río de La Plata	3,20	4,62	4,13	6,13
Fabricación y Distribución Alimenticia	Arcor	3,44	2,39	2,15	2,20
Fabricación y Distribución Alimenticia	Ledesma	2,40	2,00	2,12	1,92
Industria	Tenaris	7,87	5,37	3,76	3,50
Industria	Aluar	5,75	3,78	5,77	3,65
Industria	Siderar	2,84	4,12	3,82	2,70
Intermediación Financiera	Banco Patagonia	0,52	0,69	0,48	0,62
Intermediación Financiera	Banco Galicia	4,31	4,91	4,86	4,85
Intermediación Financiera	Banco Comafi	1,52	1,63	1,89	1,95
	Media	3,03	2,75	2,56	2,51

Elaboración propia con datos de la Comisión Nacional de Valores.

Se puede apreciar que para el resultado según la media de las 14 empresas analizadas el año 2013, fue Zona Segura (3.03). Según los parámetros de análisis mencionados de este índice la empresa Tenaris se destaca con un resultado positivo de 7,87 en diferencia del resto de las empresas, seguido por Aluar 5,75.

A partir de la tabla 14 a la 17 se puede apreciar en detalle para cada empresa por año analizado el cumplimiento por zona (stress, gris, segura).



Tabla 14 Resultados Z de Altman 2013

Empresas	AÑO 2013	Zona Stress	Zona Gris	Zona Segura
Agrometal	2,10		x	
Ganadera La Paz	3,90			X
Pampa Energía	0,93	x		
Petrobras	1,47		x	
YPF	2,14		x	
Molinos Río de La Plata	3,20			X
Arcor	3,44			X
Ledesma	2,40		x	
Tenaris	7,87			X
Aluar	5,75			X
Siderar	2,84		x	
Banco Patagonia	0,52	x		
Banco Galicia	4,31			X
Banco Comafi	1,52		x	
Cumplimiento % Zona		14%	43%	43%

Elaboración propia con datos de la Comisión Nacional de Valores.

Para el 2013 se observa que el 14 % de las empresas se encuentran en zona Stress, destacando dos empresas del sector Energía e Intermediación Financiera; el 43 % en zona Gris, compuesta por seis empresas de los cinco sectores analizados; y con un 43 % restante en zona Segura, sin participación del sector Energía.

Entre los años 2014 y 2015 se muestra una tendencia decreciente global según los resultados analizados. (Tablas 15 y 16). La disminución del estadístico entre el 2013 y 2014 fue del 9.2 %. Entre 2014 y 2015 tuvo también la misma tendencia de baja, pero del 6.9 %.

Tabla 15 Resultados Z de Altman 2014

Empresas	Año 2014	Zona Stress	Zona Gris	Zona Segura
Agrometal	2,70		x	
Ganadera La Paz	2,30		x	
Pampa Energía	0,67	x		
Petrobras	1,48		x	
YPF	1,89		x	
Molinos Río de La Plata	4,62			x



Arcor	2,39		x	
Ledesma	2,00		x	
Tenaris	5,37			x
Aluar	3,78			x
Siderar	4,12			x
Banco Patagonia	0,69	x		
Banco Galicia	4,91			x
Banco Comafi	1,63		x	
Cumplimiento % Zona		14%	50%	36%

Elaboración propia con datos de la Comisión Nacional de Valores.

En el año 2015 la mitad de las empresas se encontraban en zona Gris. El 36 % en zona Segura y el 14 % restante, en zona de Stress. (Ver tabla 16).

Tabla 16 Resultados Z de Altman 2015

Empresas	Año 2015	Zona Stress	Zona Gris	Zona Segura
Agrometal	1,63		x	
Ganadera La Paz	1,45		x	
Pampa Energía	1,11	X		
Petrobras	1,48		x	
YPF	1,24		x	
Molinos Río de La Plata	4,13			x
Arcor	2,15		x	
Ledesma	2,12		x	
Tenaris	3,76			x
Aluar	5,77			x
Siderar	3,82			x
Banco Patagonia	0,48	X		
Banco Galicia	4,86			x
Banco Comafi	1,89		x	
Cumplimiento % Zona		14%	50%	36%

Elaboración propia con datos de la Comisión Nacional de Valores.

Por último, en el año 2016 entre los valores alcanzados del indicador, las empresas en promedio salieron de la zona Segura para ubicarse en la zona Gris, en promedio (2.44). Se puede concluir que cuatro empresas se encuentran en zona de stress, es decir el 36 %



se encuentra en esta zona, mientras que 29 % de las empresas se ubican en la zona gris y un 36 % en una zona segura. (Ver tabla 17).

Tabla 17 Resultados Z de Altman 2016

Empresas	Año 2016	Zona Stress	Zona Gris	Zona Segura
Agrometal	3,91			x
Ganadera La Paz	1,15	x		
Pampa Energía	0,29	x		
Petrobras	1,44		x	
YPF	0,87	x		
Molinos Río de La Plata	6,13			x
Arcor	2,20		x	
Ledesma	0,93		x	
Tenaris	3,50			x
Aluar	3,65			x
Siderar	2,70		x	
Banco Patagonia	0,62	x		
Banco Galicia	4,85			x
Banco Comafi	1,95		x	
Cumplimiento % Zona		28%	36%	36%

Elaboración propia con datos de la Comisión Nacional de Valores.

La tabla 18 muestra la exposición del indicador Z Altman calculado para cada Sector.

Tabla 18 Resumen de Indicador Z Altman por Sector (2013-2016)

Sector / Actividad Z Altman	2013	2014	2015	2016
Intermediación Financiera	2,92	2,41	2,41	2,48
Fabricación y Distribución Alimenticia	3,01	3,00	2,80	3,42
Industria	5,48	4,42	4,45	3,28
Energía	1,51	1,35	1,28	0,87
Agro Industria	3,00	2,50	1,54	2,53

Elaboración propia con datos de la Comisión Nacional de Valores.

Esta tabla muestra que el sector de Fabricación y distribución de alimentos tuvo mejoras entre los años 2013 y 2016, no así el resto de los sectores, destacando Industria pesada que fue la actividad con una disminución del 40 %. Gráficamente estos análisis se pueden apreciar también en la Figura 22.

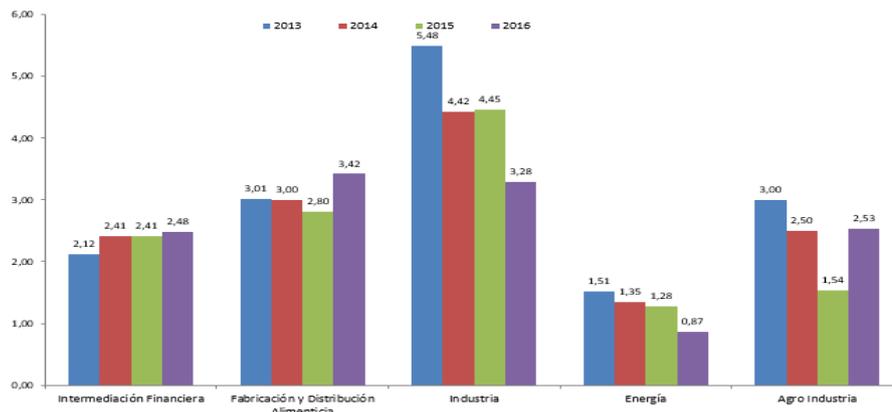


Figura 22 Indicador Z Altman por Sector (2013-2016). Elaboración propia.

El sector Energía entre el período 2013 y 2016, comenzó en Zona Gris y culminó el último año en Zona Stress, siendo la actividad que concentra los valores más bajos del estadístico Z-Score. Por su parte Fabricación y distribución alimenticia, se mantuvo en Zona Segura con una leve caída en 2015 en Zona Gris, mientras que Agro Industria e Intermediación Financiera en 2013 estaban en Zona segura y en los años posteriores a Zona Gris. Industria se mantuvo en Zona Segura los años evaluados, mostrando una disminución importante.

4.2.2 El estadístico Q de Tobin

El estadístico de la Q de Tobin indica si una empresa o sector genera rentabilidad o beneficios y además revela si éstas se encuentran en sobrevaloración o por si el contrario tiene valor mínimo. A continuación (Tabla 19) se mostrarán los resultados obtenidos entre 2013 y 2016.



Tabla 19 Análisis de Datos de Panel Q de Tobin años (2013-2016)

Actividad Económica	Empresa	2013	2014	2015	2016
Agro Industria	Agrometal	0,58	0,41	0,42	0,96
Agro Industria	Ganadera La Paz	3,71	3,76	2,62	2,93
Energía	Pampa Energía	0,20	0,36	0,52	0,40
Energía	Petrobras	0,25	0,23	0,27	0,29
Energía	YPF	0,86	0,59	0,30	0,24
Fabricación y Distribución Alimenticia	Molinos Río de La Plata	0,78	1,12	0,92	1,76
Fabricación y Distribución Alimenticia	Arcor	0,08	0,08	0,05	0,05
Fabricación y Distribución Alimenticia	Ledesma	0,91	0,76	0,70	1,09
Industria	Tenaris	2,31	1,51	0,99	0,97
Industria	Aluar	0,75	1,09	2,11	1,71
Industria	Siderar	0,72	0,97	0,96	0,93
Intermediación Financiera	Banco Patagonia	0,13	0,26	0,09	0,29
Intermediación Financiera	Banco Galicia	0,65	0,92	0,91	0,91
Intermediación Financiera	Banco Comafi	2,66	1,85	2,17	2,17
	Media	1,04	0,99	0,93	1,05

Elaboración propia con datos de la Comisión Nacional de Valores.

En un análisis transversal del valor del estadístico, cuando el estadístico Q de Tobin supera la unidad, genera valor agregado, mientras que, si no lo alcanza, no se encuentra en esta dinámica. Las 14 empresas sometidas reflejaron que en 2013 y 2016 generan valor, no así entre 2014 y 2015 cuyos resultados fueron inferiores a 1.

Tabla 20 Análisis Q de Tobin año 2013

Empresas	Año 2013	Genera Valor	No genera Valor
Agrometal	0,58		x
Ganadera La Paz	3,71	x	
Pampa Energía	0,20		x
Petrobras	0,25		x
YPF	0,86		x
Molinos Río de La Plata	0,78		x
Arcor	0,08		x
Ledesma	0,91		x
Tenaris	2,31	x	
Aluar	0,75		x



Siderar	0,72		x
Banco Patagonia	0,13		x
Banco Galicia	0,65		x
Banco Comafi	2,66	x	
Porcentaje %		21%	79%

Elaboración propia con datos de la Comisión Nacional de Valores.

Para el año 2014 el 36% superó la unidad, se sumaron dos empresas en la generación de valor, siendo estas Molinos Río de la Plata y Aluar. (Ver Tabla 21).

Tabla 21 Análisis Q de Tobin año 2014

Empresas	Año 2014	Genera Valor	No genera Valor
Agrometal	0,41		x
Ganadera La Paz	3,76	x	
Pampa Energía	0,36		x
Petrobras	0,23		x
YPF	0,59		x
Molinos Río de La Plata	1,12	x	
Arcor	0,08		x
Ledesma	0,76		x
Tenaris	1,51	x	
Aluar	1,09	x	
Siderar	0,97		x
Banco Patagonia	0,26		x
Banco Galicia	0,92		x
Banco Comafi	1,85	x	
Porcentaje %		36%	64%

Elaboración propia con datos de la Comisión Nacional de Valores.

El año 2015 muestra una caída en el porcentaje de empresas que alcanzan a generar valor. La empresa Tenaris se destaca en tendencia en caída de períodos anteriores. El 79% de las empresas se encuentran con resultados menores a uno. (Ver tabla 22).

Tabla 22 Análisis Q de Tobin año 2015

Empresas	Año 2015	Genera Valor	No genera Valor
Agrometal	0,42		x
Ganadera La Paz	2,62	x	
Pampa Energía	0,52		x
Petrobras	0,27		x
YPF	0,30		x



Molinos Río de La Plata	0,92		x
Arcor	0,05		x
Ledesma	0,70		x
Tenaris	0,99		x
Aluar	2,11	x	
Siderar	0,96		x
Banco Patagonia	0,09		x
Banco Galicia	0,91		x
Banco Comafi	2,17	x	
Porcentaje %		21%	79%

Elaboración propia con datos de la Comisión Nacional de Valores.

Por último, en el 2016 el 36 % de las empresas generaron valor, Molinos Río de la Plata volvió a generar valor y Ledesma tuvo su primer resultado superior a la unidad. En sentido inverso la empresa Tenaris dio por segunda vez un resultado inferior a 1. (Ver Tabla 23).

Tabla 23 Análisis Q de Tobin año 2016

Empresas	Año 2016	Genera Valor	No genera Valor
Agrometal	0,96		x
Ganadera La Paz	2,93	x	
Pampa Energía	0,40		x
Petrobras	0,29		x
YPF	0,24		x
Molinos Río de La Plata	1,76	x	
Arcor	0,05		x
Ledesma	1,09	X	
Tenaris	0,97		x
Aluar	1,71	X	
Siderar	0,93		x
Banco Patagonia	0,29		x
Banco Galicia	0,91		x
Banco Comafi	2,17	X	
Porcentaje %		36%	64%

Elaboración propia con datos de la Comisión Nacional de Valores.



La Tabla 24 muestra la exposición del indicador Q de Tobin calculado para cada Sector entre 2013 y 2016, aunque se observan mejoras en el último año en Agro Industria e intermediación Financiera.

Tabla 24 Resumen de Indicador Q Tobin por Sector (2013-2016)

Sector / Actividad Q Tobin	2013	2014	2015	2016
Intermediación Financiera	1,15	1,01	1,06	1,12
Fabricación y Distribución Alimenticia	0,59	0,65	0,56	0,96
Industria	1,26	1,19	1,35	1,20
Energía	0,44	0,39	0,36	0,31
Agro Industria	2,15	2,09	1,52	1,95

Elaboración propia con datos de la Comisión Nacional de Valores.

En relación con los resultados obtenidos por cada sector, Energía es quien obtuvo el menor resultado y tendencia negativa entre los años 2013 y 2016. Fabricación y distribución alimenticia mostró mejoras, pero no superó la unidad. El resto de los sectores mostraron variaciones hacia la baja al final del 2016.

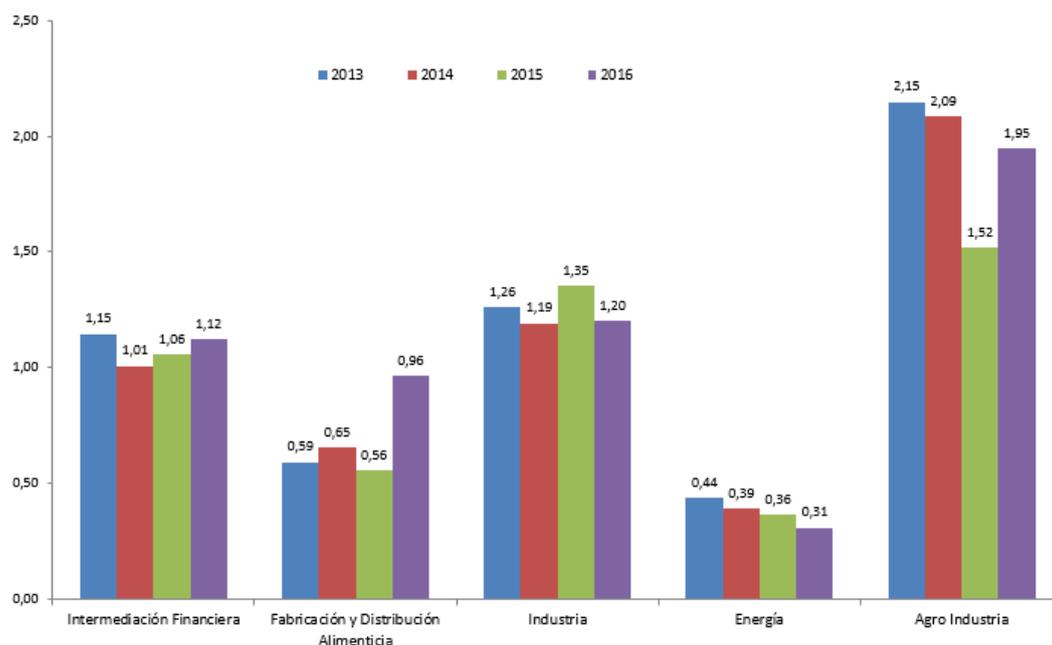


Figura 23 Indicador Q de Tobin por sector (2013-2016). Elaboración Propia.



4.2.3 Relación de los indicadores Z de Altman y Q de Tobin entre 2013 y 2016

La comparación de los dos indicadores Altman y Tobin para cuatro sectores muestran ante un incremento del Indicador Altman, que la variación de Q de Tobin es positiva y ante una disminución del Indicador Altman el Q de Tobin también se ve afectado de forma negativa. En el rubro que resulta más dispar y es entendible por la composición del mismo, es el rubro de intermediación financiera ya que si bien los bancos no se encuentran en peligro de entrar en quiebra no son instituciones u organizaciones que posean generación de rentabilidad directa. Se puede apreciar en la figura 24 todos los resultados.

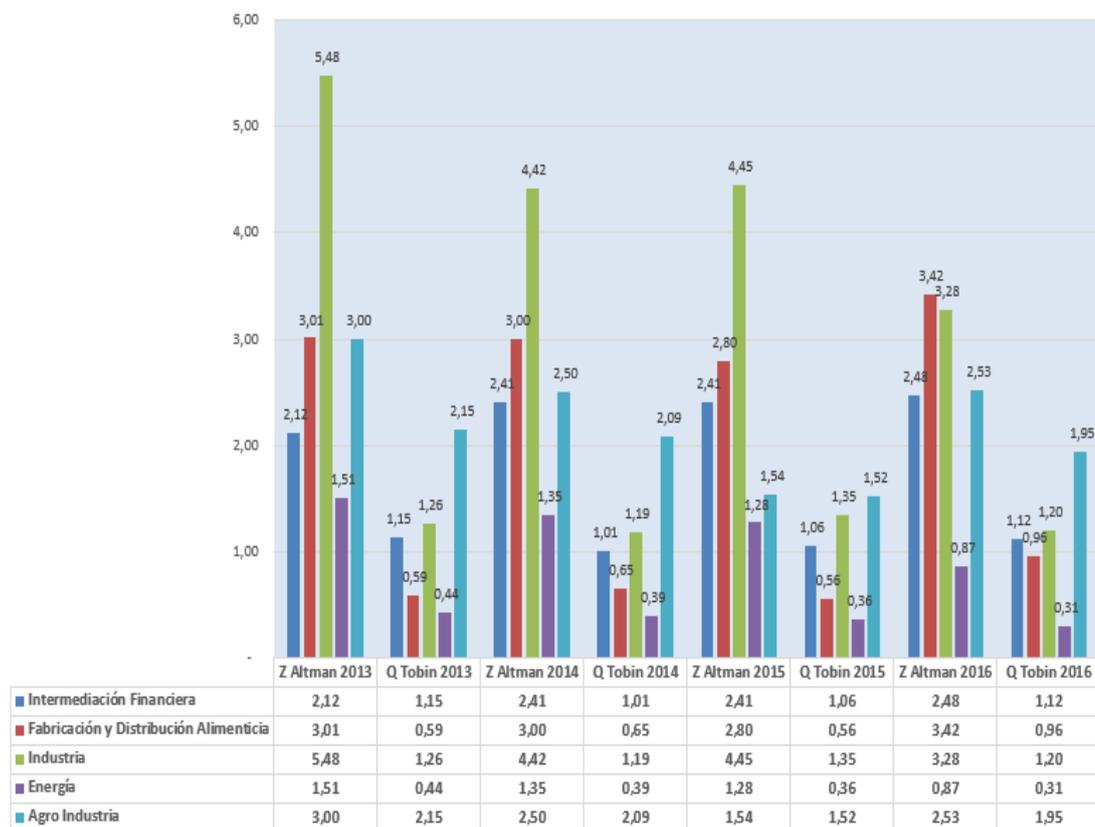


Figura 24 Z de Altman y Q de Tobin (2013 - 2016). Elaboración propia.



4.2.4 Relación entre indicador de BPGS y los indicadores Z de Altman y Q de Tobin entre 2013 y 2016 para el sector Fabricación y distribución alimenticia

El gráfico 25 muestra la relación del indicador de Buenas Prácticas de Gobierno Societario elaborado y los dos estadísticos para el sector Fabricación y Distribución de alimentos para el año 2013 y 2016.

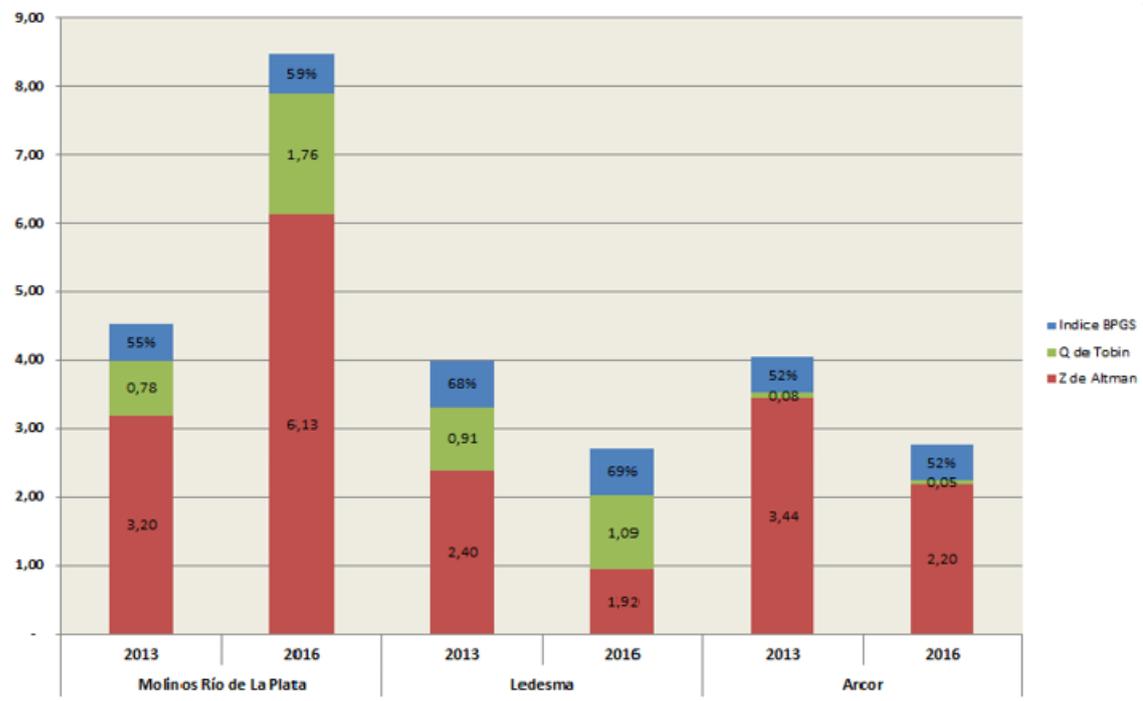


Figura 25 BPGS, Q de Tobin y Z Altman 2013 – 2016 Sector Fabricación y Distribución Alimenticia. Elaboración propia.

El análisis para el sector de Fabricación y distribución alimenticia, según los resultados obtenidos, dieron como resultado, que ante un aumento del grado de cumplimiento de Gobierno Societario, mejoran la rentabilidad y disminuye la probabilidad de quiebra demostrado para Molinos Río de la Plata y Ledesma, no así para Arcor, que mantuvo el porcentaje de BPGS, y sus indicadores financieros se vieron afectados negativamente.



Capítulo V

5.1 Conclusiones

La aplicación de las Buenas Prácticas de Gobierno Societario en Argentina comienza a implementarse a nivel mundial de manera ferviente a comienzo de los años 2000 aunque el estudio de las buenas prácticas de gobierno data de años anteriores, a través de los antecedentes históricos que sentaron las bases, como el Reporte Cadbury, la Ley Sarbanes Oxley y el Informe King.

De igual forma, se puede sintetizar que el objetivo principal que persigue el Gobierno Corporativo en su definición más sencilla y directa es como, el sistema mediante el cual las empresas son dirigidas y controladas pueda contribuir a la efectividad y rendimiento de la organización. Su fin último es asistir en la maximización del valor de las compañías, en un horizonte de largo plazo y disminuir la incertidumbre de los mercados, que permita el acceso de nuevos inversores.

En el estudio y la necesidad de dotar al Mercado de Capitales de mayor transparencia y solidez buscaron el establecimiento de una estructura eficiente de incentivos dentro de la organización ideando mecanismos de compatibilidad entre los objetivos de la empresa y los objetivos personales de los administradores. En este camino, Argentina se encuentra inmersa desde el año 2001, a través del decreto N° 677/2001, la Resolución N 516/2007 y el decreto 606/2012 establecido por la CNV en trabajo con el IAGO.

En relación a la cantidad de firmas que en ese momento se encontraban en el Mercado de Capitales, 116 firmas expresamente, junto con el contexto económico y político que experimentaba el país durante esos años, produjo que la adhesión masiva a estas prácticas ocurriera en años posteriores. En términos más específicos, el análisis del presente trabajo centró su atención a los últimos 4 años de lo que se dispone información



certera, sobre empresas que practican estas recomendaciones, con el fin de determinar si existe una tendencia hacia un mejor grado de cumplimiento y cuál era el estado actual del mismo.

En la literatura financiera actual de Argentina no existe un índice calculado en relación al cumplimiento de estos principios de buena gobernanza, por lo que se dispuso a crear un índice ponderado por principio y sub-recomendaciones a su vez, para establecer que se considera como buenas, parciales o malas prácticas de Gobierno Societario.

El indicador utilizado da cuenta que si el grado de cumplimiento de los principios supera el 70% se considera una buena práctica, si se encuentra entre el 50% y el 70% la práctica es parcial, mientras que si se ubica por debajo del 50% es mala práctica. En función de esta clasificación del indicador, de las empresas seleccionadas se encuentran en los tres niveles posibles.

Las empresas que se sometieron a análisis fueron seleccionadas bajo un criterio que buscaba la participación de todos los sectores de la economía que se encontraban representados en el Mercado de Capitales de Argentina para que a través de un estudio de datos de panel se concluyera sobre el grado de cumplimiento de los principios de Gobierno Societario.

En un análisis medio de las 14 empresas, la media total por año arrojó como resultado que hay buenas prácticas en términos generales, y entre el año 2013 y 2016 existieron variaciones, pero el último año en referencia al primero mostró una tendencia de mejora de casi del 1 %.

El análisis de datos de panel permitió dar cuenta que Argentina se encuentra en una realidad generalizada indicando que, si bien se aplican las prácticas de Gobierno Societario, el grado de cumplimiento varía en relación al sector y actividad que la empresa pertenezca. A su vez, entre los sectores representados, resulta evidente que los sectores



con mayor grado de cumplimiento alcanzados (Buenas prácticas) fueron el de Intermediación Financiera y Energía, seguido por la Industria pesada, aunque el performance de este último fue en declive, mientras que Fabricación y distribución alimenticia y Agroindustria aumentaron su grado de cumplimiento de BPGS, pero se mantuvieron en prácticas parciales.

Una vez establecidas estas categorías, el objetivo era determinar si en estas empresas que poseían Buenas Prácticas de Gobierno Societario existía alguna relación entre el grado de cumplimiento, su rentabilidad y probabilidad de quiebra. Los indicadores utilizados fueron la Z de Altman para medir la probabilidad de quiebra y la Q de Tobin para la rentabilidad. Ambos indicadores arrojaron una cierta correlación entre ambos, es decir que si una empresa presentaba un Z Score que se ubicará en la zona de stress o zona gris, el indicador de la Q de Tobin mostraría que no genera rentabilidad. Para la muestra del sector de intermediación Financiera no se sostuvo esa relación.

Entre las empresas de la muestra se puede observar que los valores asumidos de ambos indicadores para el sector financiero son consistentes, sin probabilidad de quiebra, excluyendo al sector de Energías que terminó 2016 en zona de Stress. Para el sector industrial, y más específicamente el pesado, la situación resulta bastante similar, sobre su declive del 40% en los 4 años analizados, aunque se sostuvo en una zona segura.

Se puede apreciar al sector Industria, que al bajar el índice de BPGS, también tuvo cambios negativos en los dos estadísticos financieros, mientras que por el contrario la actividad Fabricación y distribución alimenticia que al mejorar su indicador de BPGS tuvo mejoras tanto en Z de Altman como en Q de Tobin. El sector Energía y el de Intermediación no tuvieron este tipo de relación entre los tres indicadores.

El país que lidera las aplicaciones de Buenas Prácticas de Gobierno Societario a nivel de América Latina es Brasil y posee un indicador desarrollado por el propio Mercado de Capitales que se denomina Novo Mercado el cual clasifica las distintas



empresas en función del grado de cumplimiento del mismo, siendo el nivel 1 aquel de menor exigencia para las empresas y el nivel 2 más exigente.

En relación a la cantidad de empresas que integran el Mercado de Capitales de Brasil, resulta esencial distinguir que Argentina presentó una dinámica más heterogénea a lo largo de los años, pero que en términos generales presentó una tendencia más alcista que Brasil, que, en los últimos años, desde el año 1999 tan solo presentó dos años de alza. Este último hito podría permitir realizar un análisis respecto a si las exigencias de este país resultan o no una traba para el ingreso de nuevas firmas al mercado, y en caso de ser así cuál sería el mecanismo correcto para exigirlos, pero sin descuidar a la empresa y su rentabilidad.

Por último, otro país que se ubica como referente de las prácticas de Gobierno Corporativo es Sudáfrica donde se implementó el Informe King, y que en la actualidad es uno de los países más desarrollados en la implementación de BPGC.

En relación con el objetivo de determinar si existe una mejora en los Estados Contables cuando se aplican las prácticas de Gobierno Societario se puede determinar que en términos generales si existe una relación positiva que se puede observar entre las empresas que poseen buenas prácticas y poca probabilidad de quiebra, y también se puede concluir que, del total de empresas evaluadas, el 71,4% al mantener o mejorar las BPGS, su indicador Z Score se incrementó. De esta forma se concluye que las empresas al aplicar las prácticas de Gobierno Societario tienen su recompensa en mayores niveles de rentabilidad y de menor posibilidad de quiebra. Dos ejemplos son Molinos Rio de la Plata y Ledesma.

Finalmente es importante resaltar la posición que ocupa Argentina frente a los demás países que realizan estas prácticas a nivel mundial y a nivel regional, es necesario destacar que, si bien se encuentra atrasado en los principios 7 y 9 que hacen mención a la remuneración de forma justa y responsable, como también de profundizar el alcance del



código. El rumbo que adopta es el correcto. A demás es importante preponderar que si es verdad que la aplicación de las Buenas Prácticas de Gobierno Societario no garantiza que una empresa pueda eludir la quiebra, si proporciona recursos para evitarla y genera además de un aumento en la rentabilidad la posibilidad de sostenimiento y un cambio significativo en la percepción de valor.

Capítulo VI

6.1 Bibliografía

1. Altman E. (2000), “Predicting Financial Distress of Companies: Resvisiting the Z-Score and ZETA Models”, Ed. Wiley Finance.
2. Anjum, S. (2012). “Business bankruptcy prediction models: A significant study of the Altman’s Z-score model”. Asian Journal of Management Research, 3(1), 212-219.
3. Banco Internacional de Reconstrucción y Fomento/Banco Mundial. (2005). Elaboración de códigos de las mejores prácticas para el gobierno corporativo recuperado <https://www.ifc.org/wps/wcm/connect/f82a590048a7e813ae97ef6060ad5911/Combined.pdf>.
4. Banco Mundial (2013), “Raising the Bar on Corporate Governance: A Study of Eight Stock Exchange Indices” Washington D.C, Estados Unidos.
5. Banco Mundial, Deloitte (2006) “The Role of Institutional Investors in Promoting Good Corporate Governance Practices in Latin America: The Case of Mexico”, Ciudad de México, México.
6. Black, B., Jang, H., & Kim, W. (2008). How Corporate Governance Affects Firm Value: Evidence on Channels from Korea. Recuperado de <https://admin.darden.virginia.edu/emUpload/uploaded2009/black-kim-jang-park-081208-clean.pdf>



7. BM&FBOVESPA. (2007). Nivel1 BM&FBOVESPA. Recuperado de http://www.bmfbovespa.com.br/pt_br/listagem/acoes/segmentos-de-listagem/nivel-1
8. Briozzo, Anahí y otros. (2008) “Gobierno corporativo en la Argentina”. Jornadas XXVIII de SADAF (Sociedad Argentina de Docentes en Administración Financiera).
9. Burdisso, T (1997), “Estimación de una Función de Costos para los Bancos Privados Argentinos utilizando Datos de Panel”, Documento de Trabajo N 3, Banco Central de la República Argentina, Buenos Aires, Argentina.
10. Bustos, J. (2005). Medición y Control de Riesgos Financieros en empresas del sector real”, Trabajo Final de Grado, Universidad Pontificia Javeriana. Recuperado de <http://www.javeriana.edu.co/biblos/tesis/economia/tesis01.pdf>
11. Campos, E., Newell, R., y Wilson, G. (2002) “Corporate Governance Develops in Emerging Markets”. McKinsey on Finance.
12. Carril, T. (2001). “Shareholder’s rights, slowly moving in the right direction”. .Banco Santander Central Hispano New York.
13. Centro de Gobierno Corporativo. (2016).” Hacia dónde va el Gobierno Corporativo en Chile”. Universidad de Chile, Santiago de Chile.
14. CNV/Régimen De Transparencia De La Oferta Pública. (2001). Decreto 677/2001. Recuperado de <http://www.cnv.gov.ar/leyesyreg/decretos/esp/dec677-01.htm>
15. Comisión Nacional De Valores, Código De Gobierno Societario. (2007). Resolución GENERAL 516/2007. Recuperado de <http://servicios.infoleg.gob.ar/infolegInternet/verNorma.do;jsessionid=B276981270C47FF4817C0443A08677D0?id=133520>
16. Comisión Nacional De Valores, Código De Gobierno Societario. (2012). Resolución General 606/2012. Recuperado de <http://servicios.infoleg.gob.ar/infolegInternet/anexos/195000-199999/198057/norma.htm>



17. Di Benedetto, P., & Grimminger, A. (2013). Ocho índices de Gobierno Corporativo en el Mundo. Recuperado de https://www.ifc.org/wps/wcm/connect/2099b400419384689637b78d8e2dafd4/Ocho_Indices_de_Buen_Gobierno_Corporativo_en_el_Mundo.pdf?MOD=AJPERES
18. Farfan, K y Lizarzaburu, E (2016); “Gobierno Corporativo en Mercados Emergentes: Impacto en la Bolsa de Valores de Lima – BV”, Revista Journal Globalización, Competitividad y Gobernabilidad, Volumen 10, N 3.
19. Flores Konja J.V y Rozas Flores, A.E (2008), “El Gobierno Corporativo: un enfoque moderno”. Un gobierno corporativo pobre introduce factores de riesgo. Un buen gobierno corporativo reduce el riesgo. QUIPUKAMAYOC Publicaciones, Universidad de Ciencias Contables, Perú.
20. Fornero. (2007) “El valor de parecer bueno. Perspectiva financiera de las buenas prácticas de gobernanza empresarial”. Jornadas XXVII de SADAF (Sociedad Argentina de Docentes en Administración Financiera.
21. Fregona de Constamagna, Rosana; Batistella del Valle Silvana. (2009). Estados Contables: Comprensión y Análisis para no contadores. Córdoba: EUDECOR.
22. Granados, R (2011), “Efectos fijos o aleatorios: test de especificación. Documentos de Trabajo en Economía Aplicada.” Universidad de Granada. España.
23. Guzmán, A. (2016). Lineamientos de Gobierno Corporativo en Revelación y Transparencia. Recuperado de https://www.ifc.org/wps/wcm/connect/833586f7-8f09-469c-b4f7-5156f634b59a/Lineamientos_de_Gobierno_Corporativo_Revelacion_Transparencia.pdf?MOD=AJPERES
24. Instituto Argentino para el Gobierno de las Organizaciones (2004), “Código de Mejores Prácticas de Gobierno de las Organizaciones para la República Argentina”, IAGO, Buenos Aires, Argentina.
25. Internation Finance Corporation (2016), “Lineamientos de Gobierno Corporativo en Revelación y Transparencia”, Editorial CESA, Bogotá, Colombia.



26. Kaplan y Norton. (2004) “Mapas estratégicos”. Ediciones Gestión 2000.
27. Lagar Melo A. (2002), “Retos y Avances del Gobierno Corporativo de las empresas que cotizan en la Bolsa Mexicana de Valores a partir del 2002”, Tesis profesional, Departamento de Contaduría y Finanzas, Escuela de Negocios, Universidad de las Américas Puebla.
28. La Porta, R., López, F., & Shleifer, A. (1999). Gobierno Corporativo en Latinoamérica ¿Cómo ven los inversionistas las prácticas empresariales de los países latinoamericanos? Recuperado de <https://onlinelibrary.wiley.com/doi/epdf/10.1111/0022-1082.00115>
29. Leopoldo Trejo (15-12-2014), “Gobierno corporativo, eje del IPC sustentable”, El Economista, México.
30. Ley Sarbanes-Oxley (2002) U.S. Congress Sarbanes-Oxley Act of 2002.
31. Marcos, D. (2017). Objetivos y valores corporativos. In C. Albornoz, & G. Tapia (Eds.), Tratado de finanzas, negocios, empresas y organizaciones. Tomo I (pp. 42-42). Buenos Aires, Argentina: La Ley Thomson Reuters.
32. Mayorga M. y Muñoz S, E (2000), “La técnica de datos de panel. Una guía para uso e interpretación”, División Económica, Departamento de Investigaciones Económicas, Banco Central de Costa Rica, Costa Rica.
33. McKinsey on Finance. (2002). Gobierno Corporativo en Latinoamérica ¿Cómo ven los inversionistas las prácticas empresariales de los países latinoamericanos? Recuperado de https://www.mckinsey.com/client_service/corporate_finance/latest_thinking/mckinsey_on_finance/~/_media/DD152F22B7CC4B099913E114AC5558FB.ashx
34. Mckinsey & Company. (2001). “Investor Protection Survey. Junio de 2001”
35. Milei, J (2007), “Teoría de la Inversión y Mercados Financieros: La “q” de Tobin y su uso para la Valuación de Empresas”, Revista Actualidad Económica, N°61 Enero-Abril, 15-19.
36. OCDE (2004), “Principios de Gobierno Corporativo de la OCDE”, Edición 2004.



37. Pacific Credit Rating. (2004). Sobre el Índice de Buen Gobierno Corporativo. Recuperado de <http://www.bvl.com.pe/ipgc/suplemento.pdf>
38. PWC. (2016). “Gobiernos Corporativos en Chile: Una mirada a la implementación de la Norma de Carácter General N° 385”.
39. Reporte Cadbury (1992), Reunión del Comité, “Los aspectos financieros del Gobierno Corporativo” Traducido por Jandi Vázquez.
40. RobecoSAM (2017) “Dow Jones Sustainability Indices Methodology”, New York, Estados Unidos.
41. Rodríguez, M (2010). Contabilidad creativa o fraude en casos reales, Enron y Parmalat. Montevideo, Uruguay, Facultad de Ciencias Económicas y Administración. Universidad de la República.
42. Sampieri H. (2014) “Metodología de la investigación”, McGRAW-HIL
43. Tobin, J. (1969): “A General Equilibrium Approach to Monetary Theory”, JMCB 1(F): 15-29.
44. Trejo, L., & El Economista. (2014). Gobierno corporativo, eje del IPC sustentable. Recuperado de <https://www.economista.com.mx/empresas/Gobierno-corporativo-eje-del-IPC-sustentable-20141215-0136.html>
45. Westerfield Jordan, R. (2006). Fundamentos de Finanzas Corporativas. México: Mc Graw Hill.
46. Wigodski, T y Zúñiga, F. (2014). “Gobierno Corporativo en Chile después de la Ley de Opas Teodoro”, Departamento de Ingeniería Industrial. Universidad de Chile.
47. Wooldridge, J. (2010). Introducción a la econometría Un enfoque moderno. Recuperado http://www.izt.uam.mx/mydes/wpcontent/uploads/2016/04/Wooldridge_4ta_esp%C3%B1ol_1y2.pdf
48. Wolfensohn, J. (1999). Mimeo. World Bank.



Glosario

América Latina: espacio geográfico que comprende países, de América Central, América del Sur y Organizaciones Regionales. Los países que integran esta zona geográfica son, Belice, Costa Rica, El Salvador, Guatemala, Honduras, Nicaragua, Panamá, Argentina, Bolivia, Brasil, Chile, Colombia, Ecuador, Guyana, Guyana Francesa, Paraguay, Perú, Surinam, Uruguay, Venezuela, Caribe.

Agrometal: Es una compañía dedicada a la fabricación de maquinaria agrícola para siembra, que actualmente se abre campo en la investigación de diversos tipos de semillas.

Agroecosistema: Es un ecosistema alterado por el hombre mediante la explotación de seres vivos e inertes para el desarrollo agropecuario, que tiene como finalidad la producción de alimentos y fibras.

Agroindustria: Actividad económica que implica la industrialización de recursos naturales, la alteración de dichos recursos incluye la comercialización de productos afines con la pesca, la silvicultura, ganadería y agricultura.

Aluar: Empresa dedicada a la producción y exportación de aluminio, que además cumple con los parámetros internacionales que le han permitido triplicar su capacidad de producción.

Arcor: Compañía dedicada a la producción de alimentos y golosinas. Su capacidad de producción ha logrado posicionar la empresa en cinco continentes.

Análisis Econométrico: Tiene como objetivo explicar una variable en función de otras. Esto implica que el punto de partida para el análisis econométrico es el modelo económico y este se transformará en modelo econométrico cuando se han añadido las especificaciones necesarias para su aplicación empírica.



Universidad de Buenos Aires
Facultad de Ciencias Económicas
Escuela de Estudios de Posgrado



Banco Patagonia: Entidad bancaria que ofrece facilidades financieras tanto a empresas como a individuos, brindando una amplia gama de servicios accesibles para sus clientes.

Banco Galicia: Entidad bancaria que ofrece facilidades financieras tanto a empresas como a individuos, brindando una amplia gama de servicios accesibles para sus clientes.

Banco Comafi: Entidad bancaria que ofrece facilidades financieras tanto a empresas como a individuos, brindando una amplia gama de servicios accesibles para sus clientes.

BM&FBOVESPA: La Bolsa de Valores de São Paulo o Bovespa es la décimo tercera bolsa de valores más grande e importante en el mundo, y la primera en ocupar este puesto en Latinoamérica.

COSO: (Committee of Sponsoring Organizations of the Treadway) es una Comisión voluntaria constituida por representantes de cinco organizaciones del sector privado en EEUU, para proporcionar liderazgo intelectual frente a tres temas interrelacionados: la gestión del riesgo empresarial (ERM), el control interno, y la disuasión del fraude.

CAF: (Corporación Andina de Fomento) Es un banco de desarrollo constituido en 1970. Promueve un modelo de desarrollo sostenible, mediante operaciones de crédito, recursos no reembolsables y apoyo en la estructuración técnica y financiera de proyectos de los sectores público y privado de América Latina.

Deloitte: Deloitte Touche Tohmatsu Limited (llamada de forma abreviada Deloitte) es la firma privada número uno de servicios profesionales del mundo, por volumen de facturación, una de las más importantes y prestigiosas del mundo y también una de las llamadas Cuatro Grandes Auditoras, Los servicios que ofrece a nivel global



giran en torno a cinco áreas funcionales: consultoría, impuestos, asesoría jurídica, asesoría financiera y auditoría. Estos servicios pueden variar en cada firma miembro de Deloitte

Estocástico: Teoría estadística de los procesos cuya evolución en el tiempo es aleatoria, tal como la secuencia de las tiradas de un dado.

Erogación del dinero: Desembolso de dinero en efectivo que lleva a cabo una persona o una empresa. Tanto los gastos como las inversiones que una persona física o jurídica realice en un año calendario se designarán como erogaciones.

Ganadera La Paz: La actividad principal de la empresa es la venta al por mayor de ganado bovino en pie además a la cría y levante y venta de carne.

International Finance Corporation: La Corporación Financiera Internacional es una institución mundial creada en 1956 y perteneciente al Banco Mundial. Cuenta con 184 países miembros en todo el mundo.

Informe King: El denominado modelo de control interno King es desarrollado en Sudáfrica, con el fin de tener un código de Gobierno Corporativo y que además incluye como elemento las Tecnologías de la Información (TI).

Libre Float: también conocido por la locución inglesa free float, se refiere al porcentaje del total de acciones de una sociedad que es susceptible de ser negociado habitualmente en bolsa y que no está controlado por accionistas de forma estable.

Molino Rio de La Plata: Esta compañía se dedica a la producción de alimentos y tiene presencia en al menos 50 países.



Universidad de Buenos Aires
Facultad de Ciencias Económicas
Escuela de Estudios de Posgrado



Ledesma: Empresa de tipo agroindustrial, dedicada a la producción de diversos mercados como el azúcar, alcohol, bioetanol, insumos escolares, frutas y algunos de sus derivados.

Pacific Credit Rating: Es una clasificadora de riesgo con cobertura internacional que ofrece servicios de ratings financieros y microfinanzas, además de evaluaciones de gobierno corporativo y responsabilidad fiduciaria. La compañía comenzó a operar en Perú en 1993 y actualmente también cuenta con oficinas en Bolivia, Ecuador, El Salvador, Guatemala, Panamá, Honduras, Costa Rica, México y Nicaragua.

Pampa Energía: Compañía dedicada a la generación de energía en Argentina. Participa también en la producción y transporte de gas natural.

Petrobras: Empresa petrolera de origen brasileño con presencia en Argentina.

Q de Tobin: Es un indicador básico de rentabilidad y de beneficios a largo plazo de un sector. Es la relación entre el valor en el mercado de un activo de una empresa entre su valor intrínseco. De esta manera, la Q de Tobin nos indica si un activo está sobrevalorado o infravalorado. Sirve para predecir si la inversión de capital aumentará o disminuirá. La Q de Tobin fue desarrollado por el Premio Nobel de Economía James Tobin.

Reporte Cadbury: Es un informe emitido por 'El Comité sobre los Aspectos Financieros del Gobierno Corporativo', que establece recomendaciones para aminorar los riesgos de gobierno corporativo y fallas.

Ternium Siderar: Empresa líder en la elaboración y proceso de productos de acero, abasteciendo diversas industrias.

Sustentabilidad: Se refiere al hecho de llevar a cabo buenas prácticas que permiten que la economía sea rentable haciendo aportes al ámbito social y ambiental



apuntando al crecimiento equitativo, generando la capacidad de producir bienes y servicios por medio de los recursos naturales, energéticos y económicos sin agostarlos y sin perjudicar el medio ambiente.

Skateholders: Es una palabra del inglés que, en el ámbito empresarial, significa ‘interesado’ o ‘parte interesada’, y que se refiere a todas aquellas personas y organizaciones afectadas por las actividades y las decisiones de una empresa.

Sostenibilidad: se encarga de generar crecimiento económico equitativo que sea beneficioso y brinde oportunidades a las poblaciones posibilitando la productividad, la competitividad y el desarrollo.

Tenaris: Es una empresa metalúrgica, dedicada a la producción de tubos de acero para la industria del petróleo.

Test de la Z de Altman: La fórmula Altman Z-score fue creada en 1.960 por el profesor de la Universidad de Nueva York Edward Altman. Esta fórmula mide la probabilidad de quiebra de una empresa.

YPF (Yacimientos Petrolíferos Fiscales): Empresa dedicada a la exploración, explotación, destilación, producción y distribución de energía eléctrica gas y petróleo.



Anexos

Anexo A: Código de Gobierno Societario-Resolución General 606/2012 (CNV)

29/11/2017

InfoLEG - Ministerio de Economía y Finanzas Públicas - Argentina



COMISION NACIONAL DE VALORES

Resolución General 606/2012

Código de Gobierno Societario.

Bs. As., 23/5/2012

VISTO el Expediente N° 1723/11, rotulado "Código de Gobierno Societario - Modificación Resolución General N° 516", y

CONSIDERANDO:

Que tal como se ha expresado en el Considerando del Decreto N° 677/01, sobre Régimen de Transparencia de la Oferta Pública, se hace imperioso contar con adecuadas prácticas de gobierno societario y un marco regulatorio que lo garantice, objetivo materializado hasta la fecha en la Resolución General N° 516/07, dictada por esta COMISION NACIONAL DE VALORES (en adelante "Comisión").

Que adquiere relevancia el marco regulatorio a asignarse a las prácticas de buen gobierno societario, consideradas como instrumento de protección a los derechos de los inversores, acreedores y público en general, en tanto evitan o, al menos, restringen la posibilidad de difusión de información asimétrica.

Que con los términos "gobierno societario" se hace referencia a la forma en que una empresa es administrada y regulada, abarcando un amplio espectro de cuestiones tales como el rol y funcionamiento del Organó de Administración, la transparencia de los controles internos y externos de la empresa y la divulgación de la información.

Que buenas prácticas de gobierno societario mitigan el acaecimiento de conflictos de interés, lo cual produce un efecto positivo en el desempeño de las empresas y su valoración en el mercado.

Que la anterior afirmación es respaldada por evidencia, tanto a nivel nacional como internacional.

Que la existencia de un Código de Gobierno Societario adquiere relevancia en el ámbito de las Emisoras autorizadas para ofertar públicamente sus valores negociables, pues constituye un instrumento de consulta para los potenciales inversores y disminuye el costo de financiamiento de esas entidades.

Que, como regla general, el Código de Gobierno Societario se estructura a partir de principios y recomendaciones o buenas prácticas, donde los principios enuncian conceptos generales que subyacen a todo buen gobierno societario, las recomendaciones sugieren un marco para la aplicación de esos principios dentro de la Emisora y son seguidas de comentarios indicativos de cómo llevar a cabo la buena práctica en cuestión.

Que, si bien el Código de Gobierno Societario fija "requisitos mínimos", las Emisoras pueden superarlos discrecionalmente.

Que, dado el carácter dinámico que detentan los principios y las recomendaciones, procede su permanente revisión y actualización.

Que, en ese sentido, la presente modificación a la Resolución General N° 516/07 contempla, asimismo, los cambios ocurridos en los últimos años en el contexto local e internacional, y tiene por finalidad generar un diseño de presentación que facilite la comprensión de los temas por parte de las Emisoras y los usuarios de la información por ellas emitidas, por un lado, y la interpretación y procesamiento de las respuestas por parte de la Comisión, por el otro.

Que, en lo que respecta al esquema de cumplimiento a exigir a las Emisoras alcanzadas, se requiere explicar en forma anual el cumplimiento —total o parcial— o el incumplimiento de previsiones vinculadas con los temas contemplados en el Anexo de la presente Resolución General y de toda otra que llegue a receptarse.

Que, a fin de evitar innecesarias duplicidades en la divulgación de información, se deja sin efecto la Resolución General N° 516/07 para los ejercicios que se inicien a partir del 1 de enero de 2012.

Que corresponde dejar constancia acerca de la aplicación del Procedimiento de Elaboración Participativa de Normas, reglado por el Decreto N° 1172 del 3 de diciembre de 2003.

Que la presente se dicta en uso de las facultades conferidas por los artículos 6 y 7 de la Ley N° 17.811 y 44 del Anexo aprobado por Decreto N° 677/01.

Por ello,



29/11/2017

InfoLEG - Ministerio de Economía y Finanzas Públicas - Argentina

LA COMISION NACIONAL DE VALORES
RESUELVE:

Artículo 1° — Aprobar como contenidos mínimos del Código de Gobierno Societario, propio de las entidades que se encuentran autorizadas para efectuar oferta pública de sus valores negociables (conforme definición consignada en el artículo 1°, inc. e), del Capítulo XXX de la NORMAS - N.T. 2001 y mod.), en adelante "Emisoras", los principios y las recomendaciones descriptas en el Anexo que integra esta Resolución General.

Quedan excluidas de la definición de "Emisoras", indicada precedentemente, las sociedades que califiquen como Pequeñas y Medianas Empresas en los términos de la normativa de esta Comisión, aquellas inscriptas o que soliciten su inscripción en el registro especial para constituir programas globales de emisión de valores representativos de deuda con plazos de amortización de hasta trescientos sesenta y cinco (365) días, las cooperativas, las asociaciones y los emisores de Fideicomisos Financieros y de Cedears.

Art. 2° — Sustituir el artículo 1° del Capítulo XXIII —REGIMEN INFORMATIVO PERIODICO— de las NORMAS (N.T. 2001 y mod.), por el siguiente texto:

"ARTICULO 1°.- Las Entidades:

- 1) Que se encuentren en el régimen de oferta pública de sus valores negociables, y
- 2) Que soliciten autorización para ingresar al régimen de oferta pública deberán remitir la siguiente documentación a la Comisión:

a) Con periodicidad anual:

a.1) Memoria del Organismo de Administración sobre la gestión del ejercicio, cumpliendo los recaudos establecidos en el artículo 66 de la Ley N° 19.550.

Los Organismos de Administración, anualmente y para su difusión pública, incluirán en la Memoria anual, como anexo separado, un informe sobre el grado de cumplimiento del Código de Gobierno Societario individualizado como Anexo IV del presente Capítulo XXIII.

Quedan excluidas de la obligación indicada en el párrafo anterior las sociedades que califiquen como Pequeñas y Medianas Empresas en los términos de la normativa de esta Comisión, aquellas inscriptas o que soliciten su inscripción en el registro especial para constituir programas globales de emisión de valores representativos de deuda con plazos de amortización de hasta trescientos sesenta y cinco (365) días, las cooperativas, las asociaciones y los emisores de Fideicomisos Financieros y de Cedears.

El Organismo de Administración de cada Emisora deberá:

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

Para ello, la Emisora deberá:

- tomar los principios como guías generales de actuación en gobierno societario y las recomendaciones como un marco de aplicación de dichos principios dentro de la Emisora,
- notificar sobre los puntos a responder debajo de cada recomendación de acuerdo con una estructura de respuesta que indique: cumplimiento total, cumplimiento parcial o no cumplimiento, como se detalla al final del Anexo IV del presente Capítulo,
- en caso de cumplimiento, incluir la información respectiva que se solicita en cada uno de los puntos,
- en caso de cumplimiento parcial o no cumplimiento, justificarlo e indicar las acciones previstas por el Organismo de Administración para el próximo ejercicio o siguientes, si las hubiere. O bien el Organismo de Administración indicará los motivos por los que no se considera apropiado o aplicable el seguimiento de la recomendación de la Comisión en la Emisora en cuestión, de existir tal circunstancia.

a.2) Estados financieros de acuerdo con lo previsto en los artículos 62 a 65 de la Ley N° 19.550 y conforme a las normas que, para su preparación, están contenidas en el Anexo I del presente Capítulo.

a.3) Reseña informativa con la información requerida en el punto XXIII.11.4 del Anexo I.

a.4) Copia del acta del Organismo de Administración mediante la cual se apruebe la documentación mencionada en los apartados precedentes.



29/11/2017

InfoLEG - Ministerio de Economía y Finanzas Públicas - Argentina

a.5) Informe de la Comisión Fiscalizadora y/o del Consejo de Vigilancia de acuerdo con lo prescripto en los artículos 294 y 281 de la Ley N° 19.550. La Comisión Fiscalizadora deberá ajustar su actuación a las disposiciones de la Resolución Técnica N° 15 de la FEDERACION ARGENTINA DE CONSEJOS PROFESIONALES DE CIENCIAS ECONOMICAS.

a.6) Informe del Auditor Externo sobre los documentos mencionados en los apartados a.2) y a.3), de acuerdo con lo establecido en los artículos 10 a 12.

a.7) Nómina de las entidades controladas y vinculadas —directas o indirectas— y de sus miembros titulares y suplentes del Organismo de Administración, a cuyo efecto deberán completarse los formularios disponibles en la Autopista de Información Financiera.

La documentación indicada deberá ser presentada en el plazo de SETENTA (70) días corridos de cerrado el ejercicio, o dentro de los DOS (2) días de su aprobación por el Organismo de Administración, lo que ocurra primero, y por lo menos DIEZ (10) días antes de la fecha para la cual ha sido convocada la Asamblea de Accionistas que la considerará.

b) Con periodicidad trimestral:

b.1) Estados financieros por períodos intermedios ajustados en su preparación a lo prescripto en el apartado a.2). En el caso de que la entidad prepare sus estados financieros, sobre la base de las Normas Internacionales de Información Financiera, podrá presentar sus estados financieros por períodos intermedios en la forma condensada prevista en la Norma Internacional de Contabilidad N° 34.

b.2) La documentación mencionada en los apartados a.3) a a.6) inclusive de este artículo.

b.3) Variaciones que hubiesen ocurrido en el período respecto a lo informado en a.7) debiéndose también actualizar la información en la Autopista de Información Financiera completándose los formularios respectivos.

La documentación indicada deberá ser presentada dentro de los CUARENTA Y DOS (42) días corridos de cerrado cada trimestre del ejercicio comercial o dentro de los DOS (2) días de su aprobación por el Organismo de Administración, lo que ocurra primero.

La presentación de estados financieros e información consolidada por períodos intermedios será optativa en el caso de Emisoras cuyos valores negociables coticen en la sección general de cotización de entidades autorreguladas. Estas Emisoras podrán presentar la reseña informativa por períodos intermedios sin necesidad de informe del Auditor Externo, teniendo en tal caso carácter de declaración jurada.

La documentación a la que se refieren los apartados a) y b) se publicará en el órgano de la entidad autorregulada donde se coticen los valores negociables emitidos con arreglo a lo que dispongan sus reglamentos.

En el caso de las Emisoras que no coticen sus valores negociables en entidades autorreguladas, se estará a lo dispuesto en los artículos 13 y siguientes de este Capítulo.

En todos los casos, la publicación de los estados financieros consolidados (cuando éstos existan) deberá preceder a los estados financieros individuales de la Emisora. Ello sólo significa el cambio de ubicación de la información consolidada, por lo que las notas a los estados financieros individuales no deben alterarse disminuyendo su importancia, pudiéndose efectuar referencias cruzadas con las notas de los estados contables consolidados (y viceversa) para evitar reiteraciones entre ambos juegos de estados financieros.

Lo expresado en el párrafo anterior será de aplicación para la remisión de la información contable por la Autopista de Información Financiera.

Las notas a los estados financieros consolidados de las entidades identificadas en el punto XXIII. 11.2 deben contener toda la información requerida en el punto XXIII.11.3, punto 6, apartado c) del Anexo I, pudiéndose efectuar referencias cruzadas con las notas de los estados contables consolidados (y viceversa) para evitar reiteraciones entre ambos juegos de estados financieros.

La presentación de la información a la Comisión podrá efectuarse siguiendo el mismo orden en que se dará a publicidad”.

Art. 3° — Sustituir el texto del Anexo IV del Capítulo XXIII de las NORMAS (N.T. 2001 y mod.) por el del Anexo que integra esta Resolución General.

Art. 4° — Dejar sin efecto la Resolución General N° 516/07 del 11/10/07 para los ejercicios que se inicien a partir del 1 de enero de 2012.

Art. 5° — Sustituir el artículo 89 del Capítulo XXXI —DISPOSICIONES TRANSITORIAS— de las NORMAS (N.T. 2001 y mod.) por el siguiente texto:

“ARTICULO 89.- El informe motivado sobre el grado de cumplimiento del Código de Gobierno Societario, referido en el artículo 1° del Capítulo XXIII, se deberá producir en oportunidad de prepararse los estados financieros de cierre de ejercicio, en forma independiente de éstos, para ser incluido como un anexo específico de la Memoria anual bajo el título



29/11/2017

InfoLEG - Ministerio de Economía y Finanzas Públicas - Argentina

"Código de Gobierno Societario". Adicionalmente también deberá subirse a la Autopista de Información Financiera como un archivo Word, separado de la Memoria anual, titulado de igual manera.

Será responsabilidad de la Comisión Fiscalizadora y/o del Consejo de Vigilancia la verificación de la veracidad de la información brindada respecto al grado de cumplimiento del Código de Gobierno Societario conforme con lo prescripto en el artículo 294, incisos 5) y 9), y artículo 281, inciso e), de la Ley N° 19.550, y reflejará su evaluación en su informe de cierre de ejercicio."

Art. 6° — Sustituir el artículo 90 del Capítulo XXXI —DISPOSICIONES TRANSITORIAS— de las NORMAS (N.T. 2001 y mod.) por el siguiente texto:

"ARTICULO 90.- Las previsiones respecto del informe sobre el grado de cumplimiento del Código de Gobierno Societario contenidas en el artículo 1° del Capítulo XXIII resultarán aplicables a los ejercicios que se inicien a partir del día 1° de enero de 2012, aceptándose su adopción anticipada".

Art. 7° — Comuníquese, publíquese, dése a la Dirección Nacional del Registro Oficial, incorpórese a la página web del Organismo en www.cnv.gov.ar y archívese. — Héctor O. Helman. — Hernán Fardi. — Alejandro Vanoli.

ANEXO IV

INDICE

PRINCIPIO I. TRANSPARENTAR LA RELACION ENTRE LA EMISORA, EL GRUPO ECONOMICO QUE ENCABEZA Y/O INTEGRA Y SUS PARTES RELACIONADAS

El marco para el gobierno societario debe:

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

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

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

PRINCIPIO II. SENTAR LAS BASES PARA UNA SOLIDA ADMINISTRACION Y SUPERVISION DE LA EMISORA

El marco para el gobierno societario debe:

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

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

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

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

Recomendación II.5: Comprometer a que existan normas y procedimientos inherentes a la selección y propuesta de miembros del Organismo de Administración y gerentes de primera línea de la Emisora.

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

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

PRINCIPIO III. AVALAR UNA EFECTIVA POLITICA DE IDENTIFICACION, MEDICION, ADMINISTRACION Y DIVULGACION DEL RIESGO EMPRESARIAL

En el marco para el gobierno societario:

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

PRINCIPIO IV. SALVAGUARDAR LA INTEGRIDAD DE LA INFORMACION FINANCIERA CON AUDITORIAS INDEPENDIENTES

El marco para el gobierno societario debe:

Recomendación IV: Garantizar la independencia y transparencia de las funciones que le son encomendadas al Comité de

<http://servicios.infoleg.gov.ar/infolegInternet/anexos/195000-199999/198057/norma.htm>

4/14



Auditoría y al Auditor Externo.

PRINCIPIO V. RESPETAR LOS DERECHOS DE LOS ACCIONISTAS

El marco para el gobierno societario debe:

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

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

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

Recomendación V.4: Establecer mecanismos de protección de todos los accionistas frente a las tomas de control.

Recomendación V.5: Alentar la dispersión accionaria de la Emisora.

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

PRINCIPIO VI. MANTENER UN VINCULO DIRECTO Y RESPONSABLE CON LA COMUNIDAD

El marco para el gobierno societario debe:

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

PRINCIPIO VII. REMUNERAR DE FORMA JUSTA Y RESPONSABLE

En el marco para el gobierno societario se debe:

Recomendación VII: Establecer claras políticas de remuneración de los miembros del Organismo de Administración y gerentes de primera línea de la Emisora, con especial atención a la consagración de limitaciones convencionales o estatutarias en función de la existencia o inexistencia de ganancias.

PRINCIPIO VIII. FOMENTAR LA ETICA EMPRESARIAL

En el marco para el gobierno societario se debe:

Recomendación VIII: Garantizar comportamientos éticos en la Emisora.

PRINCIPIO IX: PROFUNDIZAR EL ALCANCE DEL CODIGO

El marco para el gobierno societario debe:

Recomendación IX: Fomentar la inclusión de las previsiones que hacen a las buenas prácticas de buen gobierno en el Estatuto Social.

RESPUESTA ANEXO IV

CONTENIDO

PRINCIPIO I. TRANSPARENTAR LA RELACION ENTRE LA EMISORA, EL GRUPO ECONOMICO QUE ENCABEZA Y/O INTEGRA Y SUS PARTES RELACIONADAS

El marco para el gobierno societario debe:

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

Responder sí:

La Emisora cuenta con una norma o política interna de autorización de transacciones entre partes relacionadas conforme al artículo 73 de la Ley Nº 17.811, operaciones celebradas con accionistas y miembros del Organismo de Administración, gerentes de primera línea y síndicos y/o consejeros de vigilancia, en el ámbito del grupo económico que encabeza y/o integra.

Explicitar los principales lineamientos de la norma o política interna.

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

Responder sí:



La Emisora tiene, sin perjuicio de la normativa vigente, claras políticas y procedimientos específicos de identificación, manejo y resolución de conflictos de interés que pudieran surgir entre los miembros del Organismo de Administración, gerentes de primera línea y síndicos y/o consejeros de vigilancia en su relación con la Emisora o con personas relacionadas con la misma.

Hacer una descripción de los aspectos relevantes de las mismas.

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

Responder si:

La Emisora cuenta, sin perjuicio de la normativa vigente, con políticas y mecanismos asequibles que previenen el uso indebido de información privilegiada por parte de los miembros del Organismo de Administración, gerentes de primera línea, síndicos y/o consejeros de vigilancia, accionistas controlantes o que ejercen una influencia significativa, profesionales intervinientes y el resto de las personas enumeradas en los artículos 7 y 33 del Decreto N° 677/01.

Hacer una descripción de los aspectos relevantes de las mismas.

PRINCIPIO II. SENTAR LAS BASES PARA UNA SOLIDA ADMINISTRACION Y SUPERVISION DE LA EMISORA

El marco para el gobierno societario debe:

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

Responder si:

II.1.1: el Organismo de Administración aprueba:

II.1.1.1: el plan estratégico o de negocio, así como los objetivos de gestión y presupuestos anuales,

II.1.1.2: la política de inversiones (en activos financieros y en bienes de capital), y de financiación,

II.1.1.3: la política de gobierno societario (cumplimiento Código de Gobierno Societario),

II.1.1.4: la política de selección, evaluación y remuneración de los gerentes de primera línea,

II.1.1.5: la política de asignación de responsabilidades a los gerentes de primera línea,

II.1.1.6: la supervisión de los planes de sucesión de los gerentes de primera línea,

II.1.1.7: la política de responsabilidad social empresarial,

II.1.1.8: las políticas de gestión integral de riesgos y de control interno, y de prevención de fraudes,

II.1.1.9: la política de capacitación y entrenamiento continuo para miembros del Organismo de Administración y de los gerentes de primera línea,

De contar con estas políticas, hacer una descripción de los principales aspectos de las mismas.

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

II.1.3: La Emisora cuenta con una política tendiente a garantizar la disponibilidad de información relevante para la toma de decisiones de su Organismo de Administración y una vía de consulta directa de las líneas gerenciales, de un modo que resulte simétrico para todos sus miembros (ejecutivos, externos e independientes) por igual y con una antelación suficiente, que permita el adecuado análisis de su contenido. Explicitar.

II.1.4: Los temas sometidos a consideración del Organismo de Administración son acompañados por un análisis de los riesgos asociados a las decisiones que puedan ser adoptadas, teniendo en cuenta el nivel de riesgo empresarial definido como aceptable por la Emisora. Explicitar.

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

Responder si:

El Organismo de Administración verifica:

II.2.1: el cumplimiento del presupuesto anual y del plan de negocios,



29/11/2017

InfoLEG - Ministerio de Economía y Finanzas Públicas - Argentina

II.2.2: el desempeño de los gerentes de primera línea y su cumplimiento de los objetivos a ellos fijados (el nivel de utilidades previstas versus el de utilidades logradas, calificación financiera, calidad del reporte contable, cuota de mercado, etc.).

Hacer una descripción de los aspectos relevantes de la política de Control de Gestión de la Emisora detallando técnicas empleadas y frecuencia del monitoreo efectuado por el Organo de Administración.

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

Responder si:

II.3.1: Cada miembro del Organo de Administración cumple con el Estatuto Social y, en su caso, con el Reglamento del funcionamiento del Organo de Administración. Detallar las principales directrices del Reglamento. Indicar el grado de cumplimiento del Estatuto Social y Reglamento.

II.3.2: El Organo de Administración expone los resultados de su gestión teniendo en cuenta los objetivos fijados al inicio del período, de modo tal que los accionistas puedan evaluar el grado de cumplimiento de tales objetivos, que contienen tanto aspectos financieros como no financieros. Adicionalmente, el Organo de Administración presenta un diagnóstico acerca del grado de cumplimiento de las políticas mencionadas en la Recomendación II, ítems II.1.1.y II.1.2.

Detallar los aspectos principales de la evaluación de la Asamblea General de Accionistas sobre el grado de cumplimiento por parte del Organo de Administración de los objetivos fijados y de las políticas mencionadas en la Recomendación II, puntos II.1.1 y II.1.2, indicando la fecha de la Asamblea donde se presentó dicha evaluación.

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

Responder si:

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

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

Hacer una descripción de los aspectos relevantes de tal política y de cualquier acuerdo de accionistas que permita comprender el modo en que miembros del Organo de Administración son designados y por cuánto tiempo. Indicar si la independencia de los miembros del Organo de Administración fue cuestionada durante el transcurso del año y si se han producido abstenciones por conflictos de interés.

Recomendación II.5: Comprometer a que existan normas y procedimientos inherentes a la selección y propuesta de miembros del Organo de Administración y gerentes de primera línea de la Emisora.

Responder si:

II.5.1: La Emisora cuenta con un Comité de Nombramientos:

II.5.1.1: integrado por al menos tres miembros del Organo de Administración, en su mayoría independientes,

II.5.1.2: presidido por un miembro independiente del Organo de Administración,

II.5.1.3: que cuenta con miembros que acreditan suficiente idoneidad y experiencia en temas de políticas de capital humano,

II.5.1.4: que se reúna al menos dos veces por año.

II.5.1.5: cuyas decisiones no son necesariamente vinculantes para la Asamblea General de Accionistas, sino de carácter consultivo en lo que hace a la selección de los miembros del Organo de Administración.

II.5.2: En caso de contar con un Comité de Nombramientos, el mismo:

II.5.2.1: verifica la revisión y evaluación anual de su reglamento y sugiere al Organo de Administración las modificaciones para su aprobación,

II.5.2.2: propone el desarrollo de criterios (calificación, experiencia, reputación profesional y ética, otros) para la selección de nuevos miembros del Organo de Administración y gerentes de primera línea,

II.5.2.3: identifica los candidatos a miembros del Organo de Administración a ser propuestos por el Comité a la Asamblea



29/11/2017

InfoLEG - Ministerio de Economía y Finanzas Públicas - Argentina

General de Accionistas,

II.5.2.4: sugiere miembros del Organismo de Administración que habrán de integrar los diferentes Comités del Organismo de Administración acorde a sus antecedentes,

II.5.2.5: recomienda que el Presidente del Directorio no sea a su vez el Gerente General de la Emisora,

II.5.2.6: asegura la disponibilidad de los curriculum vitae de los miembros del Organismo de Administración y gerentes de la primera línea en la web de la Emisora, donde quede explicitada la duración de sus mandatos en el primer caso,

II.5.2.7: constata la existencia de un plan de sucesión del Organismo de Administración y de gerentes de primera línea.

II.5.3: De considerarse relevante agregar políticas implementadas realizadas por el Comité de Nombramientos de la Emisora que no han sido mencionadas en el punto anterior.

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

Responder sí:

La Emisora establece un límite a los miembros del Organismo de Administración y/o síndicos y/o consejeros de vigilancia para que desempeñen funciones en otras entidades que no sean del grupo económico, que encabeza y/o integra la Emisora. Especificar dicho límite y detallar si en el transcurso del año se verificó alguna violación a tal límite.

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

Responder sí:

II.7.1: La Emisora cuenta con Programas de Capacitación continua vinculado a las necesidades existentes de la Emisora para los miembros del Organismo de Administración y gerentes de primera línea, que incluyen temas acerca de su rol y responsabilidades, la gestión integral de riesgos empresariales, conocimientos específicos del negocio y sus regulaciones, la dinámica de la gobernanza de empresas y temas de responsabilidad social empresarial. En el caso de los miembros del Comité de Auditoría, normas contables internacionales, de auditoría y de control interno y de regulaciones específicas del mercado de capitales.

Describir los programas que se llevaron a cabo en el transcurso del año y su grado de cumplimiento.

II.7.2: La Emisora incentiva, por otros medios no mencionados en II.7.1, a los miembros de Organismo de Administración y gerentes de primera línea mantener una capacitación permanente que complemente su nivel de formación de manera que agregue valor a la Emisora. Indicar de qué modo lo hace.

PRINCIPIO III. AVALAR UNA EFECTIVA POLÍTICA DE IDENTIFICACION, MEDICION, ADMINISTRACION Y DIVULGACION DEL RIESGO EMPRESARIAL

En el marco para el gobierno societario:

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

Responder sí:

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

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

Asimismo, especificar el grado de interacción entre el Organismo de Administración o de sus Comités con la Gerencia General de la Emisora en materia de gestión integral de riesgos empresariales.

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

III.4: Las políticas de gestión integral de riesgos son actualizadas permanentemente conforme a las recomendaciones y metodologías reconocidas en la materia. Indicar cuáles (Enterprise Risk Management, de acuerdo con el marco conceptual de COSO —Committee of sponsoring organizations of the Treadway Commission—, ISO 31000, norma IRAM 17551,



29/11/2017

InfoLEG - Ministerio de Economía y Finanzas Públicas - Argentina

sección 404 de la Sarbanes-Oxley Act, otras).

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

PRINCIPIO IV. SALVAGUARDAR LA INTEGRIDAD DE LA INFORMACION FINANCIERA CON AUDITORIAS INDEPENDIENTES

El marco para el gobierno societario debe:

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

Responder si:

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

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

Indicar si el Comité de Auditoría o el Organo de Administración hace una evaluación anual sobre el desempeño del área de auditoría interna y el grado de independencia de su labor profesional, entendiéndose por tal que los profesionales a cargo de tal función son independientes de las restantes áreas operativas y además cumplen con requisitos de independencia respecto a los accionistas de control o entidades relacionadas que ejerzan influencia significativa en la Emisora.

Especificar, asimismo, si la función de auditoría interna realiza su trabajo de acuerdo con las normas internacionales para el ejercicio profesional de la auditoría interna emitidas por el Institute of Internal Auditors (IIA).

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

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

PRINCIPIO V. RESPETAR LOS DERECHOS DE LOS ACCIONISTAS

El marco para el gobierno societario debe:

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

Responder si:

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

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

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

Responder si:

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

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

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

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

<http://servicios.infoleg.gob.ar/infolegInternet/anexos/195000-199999/198057/norma.htm>

9/14



inversores institucionales. Especificar.

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

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

Responder sí:

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

Recomendación V.4: Establecer mecanismos de protección de todos los accionistas frente a las tomas de control.

Responder sí:

La Emisora adhiere al régimen de oferta pública de adquisición obligatoria. Caso contrario, explicitar si existen otros mecanismos alternativos, previstos estatutariamente, como el tag along u otros.

Recomendación V.5: Alentar la dispersión accionaria de la Emisora.

Responder sí:

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

Indicar cuál es el porcentaje de la dispersión accionaria como porcentaje del capital social de la Emisora y cómo ha variado en el transcurso de los últimos tres años.

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

Responder sí:

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

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

Explicitar dichos procesos y detallar en que Acta de Asamblea General de Accionistas fue aprobada la distribución (en efectivo o acciones) o no de dividendos, de no estar previsto en el Estatuto Social.

PRINCIPIO VI. MANTENER UN VINCULO DIRECTO Y RESPONSABLE CON LA COMUNIDAD

El marco para el gobierno societario debe:

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

Responder sí:

VI.1: La Emisora cuenta con un sitio web de acceso público, actualizado, que no sólo suministre información relevante de la empresa (Estatuto Social, grupo económico, composición del Organó de Administración, estados financieros, Memoria anual, entre otros) sino que también recoja inquietudes de usuarios en general.

VI.2: La Emisora emite un Balance de Responsabilidad Social y Ambiental con frecuencia anual, con una verificación de un Auditor Externo independiente. De existir, indicar el alcance o cobertura jurídica o geográfica del mismo y dónde está disponible. Especificar que normas o iniciativas han adoptado para llevar a cabo su política de responsabilidad social empresaria (Global Reporting Initiative y/o el Pacto Global de Naciones Unidas, ISO 26.000, SA8000, Objetivos de Desarrollo del Milenio, SGE 21-Foretica, AA 1000, Principios de Ecuador, entre otras).

PRINCIPIO VII. REMUNERAR DE FORMA JUSTA Y RESPONSABLE

En el marco para el gobierno societario se debe:

Recomendación VII: Establecer claras políticas de remuneración de los miembros del Organó de Administración y gerentes de primera línea de la Emisora, con especial atención a la consagración de limitaciones convencionales o estatutarias en



función de la existencia o inexistencia de ganancias.

Responder sí:

VII.1: La Emisora cuenta con un Comité de Remuneraciones:

VII.1.1: integrado por al menos tres miembros del Organó de Administración, en su mayoría independientes,

VII.1.2: presidido por un miembro independiente del Organó de Administración,

VII.1.3: que cuenta con miembros que acreditan suficiente idoneidad y experiencia en temas de políticas de recursos humanos,

VII.1.4: que se reúna al menos dos veces por año.

VII.1.5: cuyas decisiones no son necesariamente vinculantes para la Asamblea General de Accionistas ni para el Consejo de Vigilancia, sino de carácter consultivo en lo que hace a la remuneración de los miembros del Organó de Administración.

VII.2: En caso de contar con un Comité de Remuneraciones, el mismo:

VII.2.1: asegura que exista una clara relación entre el desempeño del personal clave y su remuneración fija y variable, teniendo en cuenta los riesgos asumidos y su administración,

VII.2.2: supervisa que la porción variable de la remuneración de miembros del Organó de Administración y gerentes de primera línea se vincule con el rendimiento a mediano y/o largo plazo de la Emisora,

VII.2.3: revisa la posición competitiva de las políticas y prácticas de la Emisora con respecto a remuneraciones y beneficios de empresas comparables, y recomienda o no cambios,

VII.2.4: define y comunica la política de retención, promoción, despido y suspensión de personal clave,

VII.2.5: informa las pautas para determinar los planes de retiro de los miembros del Organó de Administración y gerentes de primera línea de la Emisora,

VII.2.6: da cuenta regularmente al Organó de Administración y a la Asamblea de Accionistas sobre las acciones emprendidas y los temas analizados en sus reuniones,

VII.2.7: garantiza la presencia del Presidente del Comité de Remuneraciones en la Asamblea General de Accionistas que aprueba las remuneraciones al Organó de Administración para que explique la política de la Emisora, con respecto a la retribución de los miembros del Organó de Administración y gerentes de primera línea.

VII.3: De considerar relevante mencionar las políticas aplicadas por el Comité de Remuneraciones de la Emisora que no han sido mencionadas en el punto anterior.

VII.4: En caso de no contar con un Comité de Remuneraciones, explicar cómo las funciones descriptas en

VII. 2 son realizadas dentro del seno del propio Organó de Administración.

PRINCIPIO VIII. FOMENTAR LA ETICA EMPRESARIAL

En el marco para el gobierno societario se debe:

Recomendación VIII: Garantizar comportamientos éticos en la Emisora.

Responder sí:

VIII.1: La Emisora cuenta con un Código de Conducta Empresarial. Indicar principales lineamientos y si es de conocimiento para todo público. Dicho Código es firmado por al menos los miembros del Organó de Administración y gerentes de primera línea. Señalar si se fomenta su aplicación a proveedores y clientes.

VIII.2: La Emisora cuenta con mecanismos para recibir denuncias de toda conducta ilícita o anti ética, en forma personal o por medios electrónicos garantizando que la información transmitida responda a altos estándares de confidencialidad e integridad, como de registro y conservación de la información. Indicar si el servicio de recepción y evaluación de denuncias es prestado por personal de la Emisora o por profesionales externos e independientes para una mayor protección hacia los denunciantes.

VIII.3: La Emisora cuenta con políticas, procesos y sistemas para la gestión y resolución de las denuncias mencionadas en el punto VIII.2. Hacer una descripción de los aspectos más relevantes de las mismas e indicar el grado de involucramiento del Comité de Auditoría en dichas resoluciones, en particular en aquellas denuncias asociadas a temas de control interno para reporte contable y sobre conductas de miembros del Organó de Administración y gerentes de la primera línea.



Universidad de Buenos Aires
Facultad de Ciencias Económicas
Escuela de Estudios de Posgrado



29/11/2017

InfoLEG - Ministerio de Economía y Finanzas Públicas - Argentina

PRINCIPIO IX: PROFUNDIZAR EL ALCANCE DEL CODIGO

El marco para el gobierno societario debe:

Recomendación IX: Fomentar la inclusión de las previsiones que hacen a las buenas prácticas de buen gobierno en el Estatuto Social.

Responder si:

El Organo de Administración evalúa si las previsiones del Código de Gobierno Societario deben reflejarse, total o parcialmente, en el Estatuto Social, incluyendo las responsabilidades generales y específicas del Organo de Administración. Indicar cuales previsiones están efectivamente incluidas en el Estatuto Social desde la vigencia del Código hasta el presente.



Anexo B: Informe grado de cumplimiento Anexo IV del Código de GS-606/2012 (CNV)

27/1/2018 BUENOS AIRES,

PRINCIPIO IX: PROFUNDIZAR EL ALCANCE DEL CÓDIGO

El marco para el gobierno societario debe:
Recomendación IX: Fomentar la inclusión de las previsiones que hacen a las buenas prácticas de buen gobierno en el Estatuto Social.

Responder si:
El Órgano de Administración evalúa si las previsiones del Código de Gobierno Societario deben reflejarse, total o parcialmente, en el Estatuto Social, incluyendo las responsabilidades generales y específicas del Órgano de Administración. Indicar cuales previsiones están efectivamente incluidas en el Estatuto Social desde la vigencia del Código hasta el presente.

ESTRUCTURA DE RESPUESTA - ANEXO IV

Informe sobre el grado de cumplimiento del Código de Gobierno Societario

	Cumplimiento		Incumplimiento (1)	Informar (2) o Explicar (3)
	Total(1)	Parcial(1)		
<u>PRINCIPIO I. TRANSPARENTAR LA RELACION ENTRE LA EMISORA, EL GRUPO ECONÓMICO QUE ENCABEZA Y/O INTEGRA Y SUS PARTES RELACIONADAS</u>				
Recomendación I.1: Garantizar la divulgación por parte del Órgano de Administración de políticas aplicables a la relación de la Emisora con el grupo económico que encabeza y/o integra y con sus partes relacionadas				
Recomendación I.2: Asegurar la existencia de mecanismos preventivos de conflictos de interés.				
Recomendación I.3: Prevenir el uso indebido de información privilegiada.				
<u>PRINCIPIO II. SENTAR LAS BASES PARA UNA SÓLIDA ADMINISTRACIÓN Y SUPERVISIÓN DE LA EMISORA</u>				
Recomendación II.1: Garantizar que el Órgano de Administración asuma la administración y supervisión de la Emisora y su orientación estratégica.				
II.1.1				
II.1.1.1				
II.1.1.2				
II.1.1.3				
II.1.1.4				
II.1.1.5				
II.1.1.6				

<http://www.cnv.gob.ar/leyesyreg/cnv/resp/rgcrn606-12.htm>

1/5



27/11/2018

BUENOS AIRES,

II.1.1.7				
II.1.1.8				
II.1.1.9				
II.1.2				
II.1.3				
II.1.4				
Recomendación II.2: Asegurar un efectivo Control de la Gestión empresarial.				
II.2.1				
II.2.2				
Recomendación II.3: Dar a conocer el proceso de evaluación del desempeño del Órgano de Administración y su impacto.				
II.3.1				
II.3.2				
Recomendación II.4: Que el número de miembros externos e independientes constituyan una proporción significativa en el Órgano de Administración.				
II.4.1				
II.4.2				
Recomendación II.5: Comprometer a que existan normas y procedimientos inherentes a la selección y propuesta de miembros del Órgano de Administración y gerentes de primera línea.				
II.5.1				
II.5.1.1				
II.5.1.2				
II.5.1.3				
II.5.1.4				
II.5.1.5				
II.5.2				
II.5.2.1				
II.5.2.2				
II.5.2.3				
II.5.2.4				
II.5.2.5				
II.5.2.6				
II.5.2.7				
II.5.3				
Recomendación II.6: Evaluar la conveniencia de que miembros del Órgano de Administración y/o				

<http://www.cnv.gob.ar/leyesyreg/cnv/esp/rgcrgn606-12.htm>

2/5



27/11/2018

BUENOS AIRES,

síndicos y/o consejeros de vigilancia desempeñen funciones en diversas Emisoras.				
Recomendación II.7: Asegurar la Capacitación y Desarrollo de miembros del Órgano de Administración y gerentes de primera línea de la Emisora.				
II.7.1				
II.7.2				
PRINCIPIO III. AVALAR UNA EFECTIVA POLÍTICA DE IDENTIFICACIÓN, MEDICIÓN, ADMINISTRACIÓN Y DIVULGACIÓN DEL RIESGO EMPRESARIAL				
Recomendación III: El Órgano de Administración debe contar con una política de gestión integral del riesgo empresarial y monitorea su adecuada implementación.				
III.1				
III.2				
III.3				
III.4				
III.5				
PRINCIPIO IV. SALVAGUARDAR LA INTEGRIDAD DE LA INFORMACION FINANCIERA CON AUDITORÍAS INDEPENDIENTES				
Recomendación IV: Garantizar la independencia y transparencia de las funciones que le son encomendadas al Comité de Auditoría y al Auditor Externo.				
IV.1				
IV.2				
IV.3				
IV.4				
PRINCIPIO V. RESPETAR LOS DERECHOS DE LOS ACCIONISTAS				
Recomendación V.1: Asegurar que los accionistas tengan acceso a la información de la Emisora.				



27/1/2018	BUENOS AIRES,			
V.1.1				
V.1.2				
Recomendación V.2: Promover la participación activa de todos los accionistas.				
V.2.1				
V.2.2				
V.2.3				
V.2.4				
V.2.5				
Recomendación V.3: Garantizar el principio de igualdad entre acción y voto.				
Recomendación V.4: Establecer mecanismos de protección de todos los accionistas frente a las tomas de control.				
Recomendación V.5: Incrementar el porcentaje acciones en circulación sobre el capital.				
Recomendación V.6: Asegurar que haya una política de dividendo transparente.				
V.6.1				
V.6.2				
PRINCIPIO VI. MANTENER UN VÍNCULO DIRECTO Y RESPONSABLE CON LA COMUNIDAD				
Recomendación VI: Suministrar a la comunidad la revelación de las cuestiones relativas a la Emisora y un canal de comunicación directo con la empresa.				
VI.1				
VI.2				
PRINCIPIO VII. REMUNERAR DE FORMA JUSTA Y RESPONSABLE				
Recomendación VII: Establecer claras políticas de remuneración de los miembros del Órgano de Administración y gerentes de				



27/1/2018

BUENOS AIRES,

primera línea, con especial atención a la consagración de limitaciones convencionales o estatutarias en función de la existencia o inexistencia de ganancias.				
VII.1				
VII.1.1				
VII.1.2				
VII.1.3				
VII.1.4				
VII.1.5				
VII.2				
VII.2.1				
VII.2.2				
VII.2.3				
VII.2.4				
VII.2.5				
VII.2.6				
VII.2.7				
VII.3				
VII.4				
PRINCIPIO VIII. FOMENTAR LA ÉTICA EMPRESARIAL				
Recomendación VIII: Garantizar comportamientos éticos en la Emisora.				
VIII.1				
VIII.2				
VIII.3				
PRINCIPIO IX: PROFUNDIZAR EL ALCANCE DEL CÓDIGO				
Recomendación IX: Fomentar la inclusión de las previsiones que hacen a las buenas prácticas de buen gobierno en el Estatuto Social.				



Anexo C: Resultados obtenidos por empresa-Agrometal

Agrometal

Agrometal	Principio 1	Principio 2	Principio 3	Principio 4	Principio 5	Principio 6	Principio 7	Principio 8	Principio 9	Total	Buenas Prácticas	Prácticas Parciales	Malas Prácticas
2013	16,7%	72,6%	30,0%	75,0%	74,2%	50,0%	12,5%	0,0%	0,0%	36,8%			X
2014	16,7%	72,6%	30,0%	75,0%	72,5%	50,0%	12,5%	0,0%	0,0%	36,6%			X
2015	16,7%	72,6%	30,0%	75,0%	74,2%	50,0%	12,5%	0,0%	0,0%	36,8%			X
2016	16,7%	72,6%	50,0%	75,0%	74,2%	50,0%	12,5%	0,0%	0,0%	39,0%			X
Buenas Prácticas	Porcentaje mayor al 70%												
Prácticas Parciales	Entre el 50% y el 70%												
Malas Prácticas	Menos del 50%												

Z de Altman

Variables	2013	2014	2015	2016
Capital Circulante		50.689.443	107.123.300	50.155.036
Activos Totales		314.811.014	238.936.143	234.419.965
Beneficios no Distribuidos		40.189.854	69.959.241	68.325.109
EBITDA		29.495.069	10.429.419	-27.379.012
Capitalización Bursátil		182.400.000	98.400.000	98.400.000
Deuda Total		185.531.308	121.757.255	135.584.849
Ventas Netas		262.243.268	268.269.935	214.469.873
T1		0,16	0,45	0,21
T2		0,13	0,29	0,29
T3		0,09	0,04	-0,12
T4		0,98	0,81	0,73
T5		0,83	1,12	0,91
Z de altman		2,10	2,70	1,63
Clasificación	Zona Gris	Zona Gris	Zona Gris	Zona Segura

Q de Tobin

Variables	2013	2014	2015	2016
Activos Totales		314.811.014	238.936.143	234.419.965
Capitalización Bursátil		182.400.000	98.400.000	98.400.000
Q de Tobin		0,6	0,4	0,4
Clasificación	No generación de valor y rentabilidad			



Anexo D: Resultados obtenidos por empresa-Ganadera La Paz

Ganadera la Paz

GANADERA LA PAZ	Principio 1	Principio 2	Principio 3	Principio 4	Principio 5	Principio 6	Principio 7	Principio 8	Principio 9	Total	Buenas Prácticas	Prácticas Parciales	Malas Prácticas
2013	66,7%	61,3%	70,0%	37,5%	50,8%	75,0%	25,0%	83,3%	50,0%	57,7%		X	
2014	66,7%	61,1%	60,0%	37,5%	50,8%	75,0%	25,0%	83,3%	50,0%	56,6%		X	
2015	66,7%	61,1%	70,0%	37,5%	50,8%	75,0%	25,0%	83,3%	50,0%	57,7%		X	
2016	66,7%	61,1%	100,0%	37,5%	50,8%	75,0%	25,0%	83,3%	50,0%	61,0%		X	
Buenas Prácticas	Porcentaje mayor al 70%												
Prácticas Parciales	Entre el 50% y el 70%												
Malas Prácticas	Menos del 50%												

Z de Altman

Variables	2013	2014	2015	2016
Capital Circulante		5.554.344	4.013.974	-7.803.328
Activos Totales		13.817.681	16.200.546	18.716.965
Beneficios no Distribuidos		-	-	-
EBITDA		-3.655.711	-5.473.647	-1.397.850
Capitalización Bursátil		51.322.500	60.902.700	49.041.500
Deuda Total		7.311.537	12.045.107	13.839.868
Ventas Netas		1.108.699	1.411.636	1.380.000
T1		0,40	0,25	-0,42
T2		-	0,00	0,00
T3		-0,26	-0,34	-0,07
T4		7,02	5,06	3,54
T5		0,08	0,09	0,07
Z de altman		3,90	2,30	1,45
Clasificación	Zona Segura	Zona Gris	Zona Gris	Zona de Stress

Q de Tobin

Variables	2013	2014	2015	2016
Activos Totales		13.817.681	16.200.546	18.716.965
Capitalización Bursátil		51.322.500	60.902.700	49.041.500
Q de Tobin		3,7	3,8	2,6
Clasificación	Generación de Valor y rentabilidad			



Anexo E: Resultados obtenidos por empresa-Pampa Energía

PAMPA ENERGÍA

Pampa Energía	Principio 1	Principio 2	Principio 3	Principio 4	Principio 5	Principio 6	Principio 7	Principio 8	Principio 9	Total	Buenas Prácticas	Prácticas Parciales	Malas Prácticas
2013	100,0%	72,2%	70,0%	100,0%	93,3%	75,0%	25,0%	100,0%	0,0%	70,6%	x		
2014	100,0%	72,2%	70,0%	100,0%	93,3%	75,0%	25,0%	100,0%	0,0%	70,6%	x		
2015	100,0%	72,2%	70,0%	100,0%	93,3%	75,0%	25,0%	100,0%	0,0%	70,6%	x		
2016	100,0%	72,2%	100,0%	100,0%	93,3%	75,0%	25,0%	100,0%	0,0%	74,0%	x		
Buenas Prácticas	Porcentaje mayor al 70%												
Prácticas Parciales	Entre el 50% y el 70%												
Malas Prácticas	Menos del 50%												

Z de Altman

Variables	2013	2014	2015	2016	
Capital Circulante		-1.056.140.608	-2.036.209.569	165.413.649	-6.913.000.000
Activos Totales		12.562.554.232	16.860.396.522	29.149.609.108	77.277.000.000
Beneficios no Distribuidos		-	14.304.190	51.462.158	232.000.000
EBITDA		1.721.853.059	882.584.675	3.643.417.010	2.216.000.000
Capitalización Bursátil		2.516.190.701	6.144.802.553	15.203.089.075	31.055.090.488
Deuda Total		9.687.732.129	13.306.557.507	20.768.410.856	63.203.000.000
Ventas Netas		5.334.993.550	6.204.645.511	7.160.781.433	31.295.000.000
T1		-0,08	-0,12	0,01	-0,09
T2		0,00	0,00	0,00	0,00
T3		0,14	0,05	0,12	0,03
T4		0,26	0,46	0,73	0,49
T5		0,42	0,37	0,25	0,00
Z de altman		0,93	0,67	1,11	0,29
Clasificación	Zona de Stress		Zona de Stress	Zona de Stress	Zona de Stress

Q de Tobin

Variables	2013	2014	2015	2016
Activos Totales	12.562.554.232	16.860.396.522	29.149.609.108	77.277.000.000
Capitalización Bursátil	2.516.190.701	6.144.802.553	15.203.089.075	31.055.090.488
Q de Tobin	0,2	0,4	0,5	0,4
Clasificación	No generación de valor y rentabilidad			



Anexo F: Resultados obtenidos por empresa-Petrobras

Petrobras

Petrobras	Principio 1	Principio 2	Principio 3	Principio 4	Principio 5	Principio 6	Principio 7	Principio 8	Principio 9	Total	Buenas Prácticas	Prácticas Parciales	Malas Prácticas
2013	100,0%	63,5%	50,0%	87,5%	85,8%	75,0%	94,6%	100,0%	100,0%	84,1%	x		
2014	100,0%	63,5%	50,0%	87,5%	85,8%	75,0%	94,6%	100,0%	100,0%	84,1%	x		
2015	100,0%	63,5%	50,0%	87,5%	85,8%	75,0%	94,6%	100,0%	100,0%	84,1%	x		
2016	100,0%	63,5%	50,0%	87,5%	85,8%	75,0%	94,6%	100,0%	100,0%	84,1%	x		
Buenas Prácticas	Porcentaje mayor al 70%												
Prácticas Parciales	Entre el 50% y el 70%												
Malas Prácticas	Menos del 50%												

Z de Altman

Variables	2013	2014	2015	2016
Capital Circulante		2.568	2.988	3.682
Activos Totales		20.862	24.432	29.097
Beneficios no Distribuidos		515	515	576
EBITDA		1.351	1.248	1.919
Capitalización Bursátil		5.247	5.600	7.971
Deuda Total		9.167	11.817	14.534
Ventas Netas		15.340	20.738	21.955
T1		0,12	0,12	0,13
T2		0,02	0,02	0,02
T3		0,06	0,05	0,07
T4		0,57	0,47	0,55
T5		0,74	0,85	0,75
Z de altman		1,47	1,48	1,48
Clasificación	Zona Gris	Zona Gris	Zona Gris	Zona Gris

Q de Tobin

Medido en miles de pesos argentinos				
Variables	2013	2014	2015	2016
Activos Totales		20.862	24.432	29.097
Capitalización Bursátil		5.247	5.600	7.971
Q de Tobin		0,3	0,2	0,3
Clasificación	No generación de valor y rentabilidad			



Anexo G: Resultados obtenidos por empresa-YPF

YPF

YPF	Principio 1	Principio 2	Principio 3	Principio 4	Principio 5	Principio 6	Principio 7	Principio 8	Principio 9	Total	Buenas Prácticas	Prácticas Parciales	Malas Prácticas
2013	100,0%	98,3%	100,0%	100,0%	90,0%	100,0%	52,5%	100,0%	100,0%	93,4%	x		
2014	100,0%	98,3%	100,0%	100,0%	90,0%	100,0%	52,5%	100,0%	100,0%	93,4%	x		
2015	100,0%	98,3%	100,0%	100,0%	90,0%	100,0%	52,5%	100,0%	100,0%	93,4%	x		
2016	100,0%	98,3%	100,0%	100,0%	90,0%	100,0%	52,5%	100,0%	100,0%	93,4%	x		

Z de Altman

Variables	2013	2014	2015	2016
Capital Circulante		646	-13.494	-4.841
Activos Totales		131.860	200.649	351.561
Beneficios no Distribuidos		37.416	62.230	110.064
EBITDA		11.004	20.204	15.151
Capitalización Bursátil		113.909	117.444	104.089
Deuda Total		83.844	128.019	231.148
Ventas Netas		84.983	131.356	143.462
T1		0,00	-0,07	-0,01
T2		0,28	0,31	0,31
T3		0,08	0,10	0,04
T4		1,36	0,92	0,45
T5		0,64	0,65	0,41
Z de altman		2,14	1,89	1,24
Clasificación	Zona Gris	Zona Gris	Zona Gris	Zona de Stress

Q de Tobin

Medido en miles de pesos argentinos	2013	2014	2015	2016
Variables				
Activos Totales		131.860	200.649	351.561
Capitalización Bursátil		113.909	117.444	104.089
Q de Tobin		0,9	0,6	0,3
Clasificación	No generación de valor y rentabilidad	No generación de valor y rentabil	No generación de valor y rentabil	No generación de valor y rentabilidad



Anexo H: Resultados obtenidos por empresa-Molinos Río de la Plata

MOLINOS RÍO DE LA PLATA

Molinos Rio de La Plata	Principio 1	Principio 2	Principio 3	Principio 4	Principio 5	Principio 6	Principio 7	Principio 8	Principio 9	Total	Buenas Prácticas	Prácticas Parciales	Malas Prácticas
2013	100,0%	60,5%	20,0%	62,5%	45,8%	100,0%	25,0%	83,3%	0,0%	55,2%		X	
2014	100,0%	60,5%	20,0%	62,5%	45,8%	100,0%	25,0%	83,3%	0,0%	55,2%		X	
2015	100,0%	60,5%	20,0%	62,5%	45,8%	100,0%	25,0%	83,3%	0,0%	55,2%		X	
2016	100,0%	60,5%	50,0%	62,5%	45,8%	100,0%	25,0%	83,3%	0,0%	58,6%		X	
Buenas Prácticas	Porcentaje mayor al 70%												
Prácticas Parciales	Entre el 50% y el 70%												
Malas Prácticas	Menos del 50%												

Z de Altman

Variables	2013	2014	2015	2016
Capital Circulante		1.179.592.000	928.465.000	1.357.031.000
Activos Totales		8.993.538.000	8.262.027.000	10.022.554.000
Beneficios no Distribuidos		553.680.000	363.838.000	944.972.000
EBITDA		535.200.000	1.478.600.000	1.555.700.000
Capitalización Bursátil		6.699.499.863	9.266.597.941	9.268.394.550
Total de Pasivo		7.862.196.000	6.489.904.000	7.244.384.000
Ventas Netas		20.204.605.000	24.548.959.000	25.639.959.000
T1		0,1	0,1	0,1
T2		0,1	0,0	0,1
T3		0,1	0,2	0,2
T4		0,9	1,4	1,3
T5		2,2	3,0	2,6
Z de altman		3,2	4,6	4,1
Clasificación	Zona Segura	Zona Segura	Zona Segura	Zona Segura

Q de Tobin

Variables	2013	2014	2015	2016
Activos Totales		8.993.538.000	8.262.027.000	10.022.554.000
Capitalización Bursátil		7.037.605.463	9.266.597.941	9.268.394.550
Q de Tobin		0,8	1,1	0,9
Clasificación	No generación de valor y rentabilidad	Generación de valor y rentabilidad	No generación de valor y rentabilidad	Generación de valor y rentabilidad



Anexo I: Resultados obtenidos por empresa-Arcor

ARCOR

Arcor	Principio 1	Principio 2	Principio 3	Principio 4	Principio 5	Principio 6	Principio 7	Principio 8	Principio 9	Total	Buenas Prácticas	Prácticas Parciales	Malas Prácticas
2013	83,3%	59,9%	50,0%	50,0%	52,5%	50,0%	25,0%	100,0%	0,0%	52,3%		X	
2014	83,3%	59,9%	50,0%	50,0%	52,5%	50,0%	25,0%	100,0%	0,0%	52,3%		X	
2015	83,3%	59,9%	50,0%	50,0%	52,5%	50,0%	25,0%	100,0%	0,0%	52,3%		X	
2016	83,3%	59,9%	50,0%	50,0%	52,5%	50,0%	25,0%	100,0%	0,0%	52,3%		X	
Buenas Prácticas	Porcentaje mayor al 70%												
Prácticas Parciales	Entre el 50% y el 70%												
Malas Prácticas	Menos del 50%												

Z de Altman

Variables	2013	2014	2015	2016	
Capital Circulante		2.930.997.025	3.057.524.223	3.103.447.143	4.318.672.536
Activos Totales		11.895.315.567	14.948.993.154	19.100.288.587	24.848.546.310
Beneficios no Distribuidos		109.854.221	109.854.221	129.445.453	140.000.000
EBITDA		5.797.774.238	2.060.355.605	2.668.278.251	3.153.127.356
Capitalización Bursátil		977.000.000	1.227.000.000	960.000.000	1.167.000.000
Deuda Total		8.008.126.015	10.490.646.977	13.557.023.195	17.860.012.839
Ventas Netas		17.260.914.062	24.059.757.539	27.553.487.879	37.812.175.668
T1		0,25	0,20	0,16	0,17
T2		0,01	0,01	0,01	0,01
T3		0,49	0,14	0,14	0,13
T4		0,12	0,12	0,07	0,07
T5		1,45	1,61	1,44	1,52
Z de altman		3,44	2,39	2,15	2,20
Clasificación	Zona Segura		Zona Gris	Zona Gris	Zona Gris

Q de Tobin

Medido en miles de pesos argentinos				
Variables	2013	2014	2015	2016
Activos Totales	11.895.315.567	14.948.993.154	19.100.288.587	24.848.546.310
Capitalización Bursátil	977.000.000	1.227.000.000	960.000.000	1.167.000.000
Q de Tobin	0,1	0,1	0,1	0,05
Clasificación	No generación de valor y rentabili			



Anexo J: Resultados obtenidos por empresa-Ledesma

LEDESMA

Ledesma	Principio 1	Principio 2	Principio 3	Principio 4	Principio 5	Principio 6	Principio 7	Principio 8	Principio 9	Total	Buenas Prácticas	Prácticas Parciales	Malas Prácticas
2013	83,3%	75,0%	30,0%	75,0%	75,0%	100,0%	25,0%	100,0%	50,0%	68,1%		X	
2014	83,3%	60,7%	30,0%	75,0%	75,0%	100,0%	25,0%	100,0%	50,0%	66,6%		X	
2015	83,3%	60,7%	30,0%	75,0%	75,0%	100,0%	25,0%	100,0%	50,0%	66,6%		X	
2016	83,3%	60,7%	50,0%	75,0%	75,0%	100,0%	25,0%	100,0%	50,0%	68,8%		X	
Buenas Prácticas	Porcentaje mayor al 70%												
Prácticas Parciales	Entre el 50% y el 70%												
Malas Prácticas	Menos del 50%												

Z de Altman

Variables	2013	2014	2015	2016
Capital Circulante	107.467	-255.499	903.562	-10.415
Activos Totales	2.973.040	3.490.133	4.659.624	5.569.487
Beneficios no Distribuidos	136.499	143.435	150.973	156.391
EBITDA	203.590	235.238	407.903	58.118
Capitalización Bursátil	2.719.200	2.640.000	3.256.000	6.072.000
Deuda Total	1.496.724	1.951.942	3.156.281	4.220.839
Ventas Netas	2.889.967	3.465.791	4.358.378	5.513.605
T1	0,04	-0,07	0,19	0,00
T2	0,05	0,04	0,03	0,03
T3	0,07	0,07	0,09	0,01
T4	1,82	1,35	1,03	1,44
T5	0,97	0,99	0,94	0,99
Z de altman	2,40	2,00	2,12	1,92
Clasificación	Zona Gris	Zona Gris	Zona Gris	Zona Gris
Regla de Decisión				
Zona Segura	Mayor a 2,90			
Zona Gris	Entre 2,90 y 1,23			
Zona de Stress	Menor a 1,23			

Q de Tobin

Variables	2013	2014	2015	2016
Activos Totales	2.973.040	3.490.133	4.659.624	5.569.487
Capitalización Bursátil	2.719.200	2.640.000	3.256.000	6.072.000
Q de Tobin	0,9	0,8	0,7	1,1
Clasificación	No generación de valor y rentabilidad	No generación de valor y rentabilidad	No generación de valor y rentabilidad	Generación de valor y rentabilidad



Anexo K: Resultados obtenidos por empresa-Tenaris

TENARIS

Tenaris	Principio 1	Principio 2	Principio 3	Principio 4	Principio 5	Principio 6	Principio 7	Principio 8	Principio 9	Total	Buenas Prácticas	Prácticas Parciales	Malas Prácticas
2013	100,0%	71,8%	100,0%	100,0%	80,8%	100,0%	25,0%	100,0%	0,0%	75,3%	X		
2014	100,0%	71,8%	100,0%	100,0%	77,5%	100,0%	25,0%	100,0%	0,0%	74,9%	X		
2015	100,0%	71,8%	100,0%	100,0%	77,5%	100,0%	25,0%	100,0%	0,0%	74,9%	X		
2016	100,0%	71,8%	100,0%	100,0%	77,5%	100,0%	25,0%	100,0%	0,0%	74,9%	X		
Buenas Prácticas	Porcentaje mayor al 70%												
Prácticas Parciales	Entre el 50% y el 70%												
Malas Prácticas	Menos del 50%												

Z de Altman

Variables	2013	2014	2015	2016
Capital Circulante	4.805.743	4.793.493	3.988.256	3.104.118
Activos Totales	15.930.970	16.510.678	14.886.974	14.003.275
Beneficios no Distribuidos	118.054	118.054	118.054	118.054
EBITDA	2.184.830	1.767.327	170.080	344.300
Capitalización Bursátil	36.780.501	24.975.523	14.711.307	13.555.693
Deuda Total	3.461.104	3.704.364	3.020.918	2.590.203
Ventas Netas	10.596.781	10.141.459	6.903.123	4.293.592
T1	0,30	0,29	0,27	0,22
T2	0,01	0,01	0,01	0,01
T3	0,14	0,11	0,01	0,02
T4	10,63	6,74	4,87	5,23
T5	0,67	0,61	0,46	0,00
Z de altman	7,87	5,37	3,76	3,50
Clasificación	Zona Segura	Zona Segura	Zona Segura	Zona Segura

Q de Tobin

Medido en miles de pesos argentinos				
Variables	2013	2014	2015	2016
Activos Totales	15.930.970	16.510.678	14.886.974	14.003.275
Capitalización Bursátil	36.780.501	24.975.523	14.711.307	13.555.693
Q de Tobin	2,3	1,5	0,99	0,97
Clasificación	Generación de valor y rentabilidad	Generación de valor y rentabilidad	No generacion de valor y rentabilidad	No generacion de valor y rentabilidad



Anexo L: Resultados obtenidos por empresa-Aluar

ALUAR

Aluar	Principio 1	Principio 2	Principio 3	Principio 4	Principio 5	Principio 6	Principio 7	Principio 8	Principio 9	Total	Buenas Prácticas	Prácticas Parciales	Malas Prácticas
2013	100,0%	77,8%	100,0%	100,0%	79,2%	50,0%	25,0%	100,0%	0,0%	70,2%	x		
2014	100,0%	77,8%	100,0%	100,0%	79,2%	0,0%	25,0%	100,0%	0,0%	64,7%		x	
2015	100,0%	77,8%	100,0%	100,0%	79,2%	0,0%	25,0%	100,0%	0,0%	64,7%		x	
2016	100,0%	77,8%	100,0%	100,0%	79,2%	0,0%	25,0%	100,0%	0,0%	64,7%		x	
Buenas Prácticas	Porcentaje mayor al 70%												
Prácticas Parciales	Entre el 50% y el 70%												
Malas Prácticas	Menos del 50%												

Z de Altman

Variables	2013	2014	2015	2016
Capital Circulante		31.556.983.937	4.537.556.275	3.568.413.986
Activos Totales		8.214.118.204	9.384.405.484	11.003.760.912
Beneficios no Distribuidos		312.935.382	324.118.443	359.029.224
EBITDA		587.209.680	1.290.866.075	2.178.505.418
Capitalización Bursátil		6.175.000.000	10.250.000.000	23.225.000.000
Deuda Total		27.550.018.862	3.265.822.881	3.646.247.055
Ventas Netas		5.874.778.447	7.619.963.557	9.483.578.695
T1		3,84	0,48	0,32
T2		0,04	0,03	0,03
T3		0,07	0,14	0,20
T4		0,22	3,14	6,37
T5		0,72	0,81	0,86
Z de altman		5,75	3,78	5,77
Clasificación	Zona Segura	Zona Segura	Zona Segura	Zona Segura

Q de Tobin

Medido en miles de pesos argentinos				
Variables	2013	2014	2015	2016
Activos Totales		8.214.118.204	9.384.405.484	11.003.760.912
Capitalización Bursátil		6.175.000.000	10.250.000.000	23.225.000.000
Q de Tobin		0,8	1,1	2,1
Clasificación	No generación de valor y rentabilidad	Generación de valor y rentabilidad	Generación de valor y rentabilidad	Generación de valor y rentabilidad



Anexo M: Resultados obtenidos por empresa-Siderar

SIDERAR

Siderar	Principio 1	Principio 2	Principio 3	Principio 4	Principio 5	Principio 6	Principio 7	Principio 8	Principio 9	Total	Buenas Prácticas	Prácticas Parciales	Malas Prácticas
2013	100,0%	71,0%	100,0%	100,0%	77,5%	50,0%	25,0%	100,0%	0,0%	69,3%		x	
2014	100,0%	71,0%	100,0%	100,0%	77,5%	50,0%	25,0%	100,0%	0,0%	69,3%		x	
2015	100,0%	71,0%	100,0%	100,0%	77,5%	50,0%	25,0%	100,0%	0,0%	69,3%		x	
2016	100,0%	71,0%	100,0%	100,0%	77,5%	50,0%	25,0%	100,0%	0,0%	69,3%		x	

Buenas Prácticas	Porcentaje mayor al 70%
Prácticas Parciales	Entre el 50% y el 70%
Malas Prácticas	Menos del 50%

Z de Altman

Variables	2013	2014	2015	2016
Capital Circulante		1.618.404	3.098.325	3.409.448
Activos Totales		20.715.377	25.083.168	30.587.899
Beneficios no Distribuidos		258.781	364.150	527.646
EBITDA		3.072.598	4.944.113	3.360.565
Capitalización Bursátil		14.939.586	24.401.323	29.266.265
Deuda Total		6.111.198	5.992.396	6.932.478
Ventas Netas		15.956.776	21.443.946	23.562.877
T1		0,08	0,12	0,11
T2		0,01	0,01	0,02
T3		0,15	0,20	0,11
T4		2,44	4,07	4,22
T5		0,77	0,85	0,77
Z de altman		2,84	4,12	3,82
Clasificación	Zona Gris	Zona Segura	Zona Segura	Zona Gris

Q de Tobin

Medido en miles de pesos argentinos				
Variables	2013	2014	2015	2016
Activos Totales		20.715.377	25.083.168	30.587.899
Capitalización Bursátil		14.939.586	24.401.323	29.266.265
Q de Tobin		0,7	0,97	0,96
Clasificación	No generación de valor y rentabilidad			



Anexo N: Resultados obtenidos por empresa-Banco Patagonia

BANCO PATAGONIA

Bco Patagonia	Principio 1	Principio 2	Principio 3	Principio 4	Principio 5	Principio 6	Principio 7	Principio 8	Principio 9	Total	Buenas Prácticas	Prácticas Parciales	Malas Prácticas
2013	100,0%	71,2%	100,0%	75,0%	78,3%	75,0%	48,2%	83,3%	100,0%	81,2%	X		
2014	100,0%	71,2%	100,0%	75,0%	78,3%	75,0%	48,2%	83,3%	100,0%	81,2%	X		
2015	100,0%	71,2%	100,0%	75,0%	78,3%	75,0%	48,2%	83,3%	100,0%	81,2%	X		
2016	100,0%	71,2%	100,0%	75,0%	78,3%	75,0%	48,2%	83,3%	100,0%	81,2%	X		
Buenas Prácticas	Porcentaje mayor al 70%												
Prácticas Parciales	Entre el 50% y el 70%												
Malas Prácticas	Menos del 50%												

Z de Altman

Variables	2013	2014	2015	2016	
Capital Circulante		4.408.834.000	5.576.910.000	6.578.312.000	7.066.499.000
Activos Totales		30.146.394.000	39.332.459.000	59.971.154.000	69.533.520.000
Beneficios no Distribuidos		1.833.193.000	2.744.130.000	4.339.532.000	5.029.804.000
EBITDA		346.060.000	397.440.000	282.440.000	305.710.000
Capitalización Bursátil		3.848.066.343	10.213.559.265	5.214.669.343	19.923.633.215
Deuda Total		27.531.359.000	34.315.785.000	50.869.226.000	62.136.463.000
Ventas Netas		4.271.604.000	8.079.376.000	9.952.793.000	13.363.124.000
T1		0,15	0,14	0,11	0,10
T2		0,1	0,07	0,07	0,07
T3		0,01	0,01	0,00	0,00
T4		0,14	0,30	0,10	0,32
T5		0,14	0,21	0,17	0,19
Z de altman		0,52	0,69	0,48	0,62
Clasificación	Zona de Stress	Zona de Stress	Zona de Stress	Zona de Stress	

Q de Tobin

Medido en miles de pesos argentinos					
Variables	2013	2014	2015	2016	
Activos Totales		30.146.394.000	39.332.459.000	59.971.154.000	69.533.520.000
Capitalización Bursátil		3.848.066.343	10.213.559.265	5.214.669.343	19.923.633.215
Q de Tobin		0,13	0,26	0,09	0,29
Clasificación	No generación de valor y rentabilidad				



Anexo Ñ: Resultados obtenidos por empresa-Banco Comafi

BANCO COMAFI

Banco Comafi	Principio 1	Principio 2	Principio 3	Principio 4	Principio 5	Principio 6	Principio 7	Principio 8	Principio 9	Total	Buenas Prácticas	Prácticas Parciales	Malas Prácticas
2013	100,0%	71,4%	100,0%	100,0%	100,0%	75,0%	28,6%	100,0%	100,0%	86,1%	x		
2014	100,0%	71,4%	100,0%	100,0%	100,0%	75,0%	28,6%	100,0%	100,0%	86,1%	x		
2015	100,0%	71,4%	100,0%	100,0%	100,0%	75,0%	28,6%	100,0%	100,0%	86,1%	x		
2016	100,0%	71,4%	100,0%	100,0%	100,0%	75,0%	28,6%	100,0%	100,0%	86,1%	x		
Buenas Prácticas	Porcentaje mayor al 70%												
Prácticas Parciales	Entre el 50% y el 70%												
Malas Prácticas	Menos del 50%												

Z de Altman

Variables	2013	2014	2015	2016
Capital Circulante		-3.781.278	-919.576	-576.211
Activos Totales		6.781.236	12.096.770	12.193.544
Beneficios no Distribuidos		387.001	1.009.460	1.030.659
EBITDA		198.484	323.396	334.391
Capitalización Bursátil		18.040.885	22.370.697	26.484.019
Deuda Total		6.090.233	10.814.773	10.976.995
Ventas Netas		1.606.512	3.280.860	3.576.137
T1		-0,56	-0,08	-0,05
T2		0,06	0,08	0,08
T3		0,03	0,03	0,03
T4		2,96	2,07	2,41
T5		0,24	0,27	0,29
Z de altman		1,52	1,63	1,89
Clasificación	Zona Gris	Zona Gris	Zona Gris	Zona Gris

Q de Tobin

Medido en miles de pesos argentinos				
Variables	2013	2014	2015	2016
Activos Totales		6.781.236	12.096.770	12.193.544
Capitalización Bursátil		18.040.885	22.370.697	26.484.019
Q de Tobin		2,7	1,8	2,2
Clasificación	Generación de valor y rentabilidad			

