

**UNIVERSIDAD DEL CEMA  
Buenos Aires  
Argentina**

Serie  
**DOCUMENTOS DE TRABAJO**

**Área: Finanzas**

**BUENAS PRÁCTICAS DE GOBIERNO SOCIETARIO  
PARA LAS PYMES COTIZANTES EN ARGENTINA**

**María Luisa Streb**

**Septiembre 2013  
Nro. 522**

**[www.cema.edu.ar/publicaciones/doc\\_trabajo.html](http://www.cema.edu.ar/publicaciones/doc_trabajo.html)**  
UCEMA: Av. Córdoba 374, C1054AAP Buenos Aires, Argentina  
ISSN 1668-4575 (impreso), ISSN 1668-4583 (en línea)  
Editor: Jorge M. Streb; asistente editorial: Valeria Dowding <jae@cema.edu.ar>



# **BUENAS PRÁCTICAS DE GOBIERNO SOCIETARIO PARA LAS PYMES COTIZANTES EN ARGENTINA**

**María Luisa Streb\***

## **Resumen**

La CNV modificó su Código de Gobierno Societario (GS) para las Emisoras que cuentan con autorización de oferta pública de sus acciones y obligaciones negociables, quedando exentas las pequeñas y medianas empresas (Pymes) de cualquier requerimiento que haga a buenas prácticas, a pesar de que acuden al ahorro público. Reconocer la importancia de buenas prácticas de GS lleva a admitir la existencia de conflictos de agencia. Para el caso de las Pymes el problema de agencia ocurre cuando un grupo de accionistas, que tienen un mayor control accionario y mayores facilidades para el control del desempeño de la firma, toma ventaja de su posición en perjuicio de los accionistas minoritarios. Si estas empresas adoptaran buenas prácticas de GS desarrollarían procesos de profesionalización en la toma de decisiones. Los conflictos de interés entre los distintos participantes de las empresas se reducirían, redundando en un mejor desempeño de las mismas y atrayendo a potenciales inversores. Sin embargo, aplicarles a las Pymes el mismo Código que las grandes empresas desalentaría a aquellas a permanecer o entrar al mercado de capitales, por tanto, lo que aquí se propone es un Código de GS para Pymes cotizantes más acorde a su realidad.

---

\* Los puntos de vista son personales y no representan necesariamente la posición de la Universidad del CEMA ni de ninguna otra institución a la que pertenece la autora. Email: [mlstreb12@cema.edu.ar](mailto:mlstreb12@cema.edu.ar). Trabajo presentado al Segundo Congreso Argentino de Gobernancia en las Organizaciones, celebrado el 7 de Junio de 2013, en la Universidad del CEMA. Se agradecen los comentarios de los participantes.

## INDICE

<b><u>INDICE .....</u></b>	<b><u>2</u></b>
<b><u>INTRODUCCIÓN .....</u></b>	<b><u>3</u></b>
<b><u>SECCIÓN 1: REVISIÓN DE LA LITERATURA SOBRE GOBIERNO SOCIETARIO ...</u></b>	<b><u>5</u></b>
1.1 ¿QUÉ SE ENTIENDE POR GOBIERNO SOCIETARIO?.....	5
1.2 GOBIERNO SOCIETARIO EN PYMES .....	7
<b><u>SECCIÓN 2: NORMATIVA DE LA CNV .....</u></b>	<b><u>12</u></b>
2.1 NORMATIVA ESPECÍFICA SOBRE PYMES.....	12
2.2 UNIVERSO DE PYMES EN LA CNV .....	15
<b><u>SECCIÓN 3: CÓDIGO DE GOBIERNO SOCIETARIO .....</u></b>	<b><u>17</u></b>
3.1 ¿UN MISMO CÓDIGO PARA EMPRESAS GRANDES Y PYMES? .....	17
3.2 PAUTAS MÍNIMAS DE GOBIERNO SOCIETARIO EN LAS EMPRESAS.....	18
3.3 EL CÓDIGO DE GOBIERNO SOCIETARIO DE LA CNV Y LAS PYMES .....	23
<b><u>SECCIÓN 4: UNA PROPUESTA DE CÓDIGO PARA PYMES .....</u></b>	<b><u>26</u></b>
<b><u>CONCLUSIONES .....</u></b>	<b><u>31</u></b>
<b><u>REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS .....</u></b>	<b><u>33</u></b>

## Introducción

El bajo nivel de acceso al financiamiento en Argentina, y en los países en vías de desarrollo en general, es un obstáculo para el desarrollo económico. El problema de acceso al financiamiento es particularmente relevante en el caso de las pequeñas y medianas empresas, en adelante Pymes, que se caracterizan por usar como principal fuente de financiamiento los recursos propios (Elosegui *et al.*, 2005).

Existe en el mercado de capitales, universo de interés de este trabajo, una serie de instrumentos para que las Pymes se pueden financiar: acciones; obligaciones negociables (ON)<sup>1</sup>, cheques de pagos diferidos<sup>2</sup>, fondos comunes de inversión y fideicomisos financieros. En este documento el análisis se enfocará en aquellas Pymes que emitan acciones y/u ON, ya que aquí se pretende complementar el Código de Gobierno Societario (GS), reglamentado por la Comisión Nacional de Valores (CNV) como Resolución General 606/12 y que está dirigido solo a las grandes Emisoras de acciones y ON, con un Código de buenas prácticas para Pymes.

La importancia de un buen GS es que mitiga los conflictos de interés entre los distintos participantes de una empresa, lo cual tendría un efecto positivo sobre el desempeño de las mismas y su valoración en el mercado<sup>3</sup>. Por tanto, un Código de GS debiera considerarse un instrumentopreciado en el ámbito de las Pymes autorizadas para ofertar públicamente, pues no sólo constituiría un atractivo para los potenciales inversores, sino que también aminoraría el costo de financiamiento de las Pymes en la medida que se requieran menores avales.

Sin embargo, las Pymes tienden a no considerar el GS como algo esencial a su estructura de negocio, y no otorgan suficiente atención a aspectos básicos como roles y

---

<sup>1</sup> Hasta un monto máximo de 15 millones de pesos, aunque existe una propuesta de la CNV elevada al Ministerio de Economía y Finanzas Públicas para aumentar los montos máximos de emisión a 50 millones de pesos.

<sup>2</sup> Propios o de terceros, con importes que comienzan desde los mil pesos.

<sup>3</sup> Ver Chhaochharia y Grinstein (2007), Black *et al.* (2006), Eisenhofer y Levin (2005), Foerster y Huen (2004) y Bauer y Guenster (2003).

responsabilidades del directorio y la gerencia, procesos de toma de decisiones, etc. (Lara, 2010). Si una empresa quiere abrir su capital a la inversión privada, debe brindar niveles mínimos de control, protección e información al inversor y accionista minoritario. En la medida que los inversionistas no confíen en las Pymes, acudirán a las entidades bancarias, a las que muchas no acceden debido a su informalidad, o a las entidades financieras, que suelen cobrar elevadas tasas de interés (Echeandía, 2009). En este sentido, la adopción de buenas prácticas de GS permitiría desarrollar procesos de profesionalización en la toma de decisiones, alcanzados mediante la implementación de reglas estatutarias que faculten el establecimiento de los mecanismos de selección y sistemas de compensación de directivos y gerentes y la creación de sistemas de control y reglas transparentes en el empleo de la información tanto dentro como fuera de la empresa.

En la sección 1 se hará una revisión de la literatura de GS en general y de Pymes y empresas familiares, dado que una gran parte de Pymes son familiares. En la sección 2 se plantea el objetivo del trabajo, y se analiza la normativa de la CNV en relación a las Pymes. En la sección 3, se lista un conjunto amplio de prácticas de buen GS y se presenta el Código de GS de la CNV. En tanto, en la sección 4, a partir del Código mencionado se plantean aquellas prácticas que se les podría exigir a las Pymes que cotizan en el mercado de capitales. En la última sección se vuelcan las conclusiones.

## **Sección 1: Revisión de la literatura sobre Gobierno Societario**

### **1.1 ¿Qué se entiende por Gobierno Societario?**

En esta sección se hará primero una revisión de la literatura referida a GS en general y luego de las Pymes y empresas familiares. Por empezar, es necesario señalar que el fundamento del GS se encuentra en la existencia de información asimétrica, que es la que limita el grado de protección de los derechos de los inversores, particularmente los minoristas, acreedores y otros incumbentes. Ahora bien, ¿qué se entiende por GS? En general, se lo identifica con un conjunto de reglas que regulan las relaciones de poder dentro de una sociedad, con el objetivo de incrementar los niveles de transparencia, eficiencia y rendición de cuentas de los órganos que la componen. Estas reglas buscan regular las relaciones entre administradores y accionistas, entre éstos y los familiares si fuera una empresa familiar, entre accionistas mayoritarios y minoritarios, y la relación de la organización y los grupos de interés (acreedores, proveedores, etc.). En el Recuadro N°1 se puede apreciar los variados aspectos que abarca el concepto de GS<sup>4</sup>.

#### **Recuadro N°1: Gobierno Corporativo**

*Por gobierno corporativo se entiende la gobernancia dentro de las empresas y organizaciones afines (incluyendo empresas estatales), que pone el foco en los siguientes temas:*

- *Estructura de la propiedad.*
- *Carta fundacional de la organización, sus reglamentos y disposiciones internas y códigos de buenas prácticas.*
- *Directorio y fiduciarios, asignación de los derechos en las decisiones de control.*
- *Deberes fiduciarios de la alta gerencia hacia los propietarios y asignación de los derechos en las decisiones de administración.*
- *Derechos de propiedad y cláusulas de salvaguardia para los inversores.*

---

<sup>4</sup> Ver también Apreada (2007).

- *Conflictos de interés entre gerentes, acreedores, propietarios y otras partes interesadas.*
- *Desempeño e incentivos de la alta gerencia.*
- *Búsqueda de rentas oportunistas y complaciente dispendio presupuestario.*
- *Producción y divulgación de información a los mercados, reguladores y partes interesadas.*
- *Compromiso y responsabilidad (“accountability”) hacia reguladores, partes interesadas e inversores.*
- *Guardianes privados, públicos y con alcance global (intermediarios reputacionales).*
- *Limitaciones institucionales nacionales e internacionales (poder judicial, tradiciones, regulaciones, y aplicación de la ley).*

*Fuente: Apreda (2003), p. 6.*

Existe una amplia evidencia tanto a nivel internacional como nacional que demuestra que buenas prácticas de GS reducen los conflictos de interés entre los participantes de una empresa, redundando en un mejor desempeño de las empresas. De los estudios empíricos realizados en países desarrollados, cabe mencionar el de Eisenhofer y Levin (2005), quienes revelaron que no solo existe una relación positiva entre GS y desempeño de la firma, sino que la misma se afianza en el mediano y largo plazo. A su vez, Gompers *et al.* (2003) encuentran que a partir de la adopción de buenas prácticas de GS las empresas mejoran su valoración en el mercado<sup>5</sup>. Por su parte, Foerster y Huen (2004) y Bauer y Guenster (2003) arriban a la conclusión de que firmas con mejor GS se benefician de retornos superiores a lo normal en el largo plazo<sup>6</sup>.

Entre los trabajos empíricos llevados a cabo en países emergentes, están los de Black *et al.* (2006) y Black (2001) que demuestran que una mejora en el GS impacta positivamente en el precio/valor libros de las firmas. De igual manera, Kappler y Love (2004), luego de analizar la relación entre un índice de GS para empresas con

---

<sup>5</sup> Medida por la *q* de Tobin, cociente entre el valor de mercado y el valor de reposición de los activos de la firma.

<sup>6</sup> Ver también Anzoategui y Streb (2009) .



estadísticos de valoración e indicadores de calidad de GS institucional<sup>7</sup> de varios países, vieron que existe una correlación positiva entre el nivel de buen GS contractual<sup>8</sup> y la valoración de la empresa, la cual aumenta en países con un débil GS institucional. En CEF (2005) se puede encontrar evidencia empírica para Argentina que demuestra la relación positiva que hay entre un buen GS y el desempeño de las empresas y su valoración en el mercado aún en épocas de crisis.

## 1.2 Gobierno Societario en Pymes

Hasta no hace mucho, los estudios sobre gobierno societario se focalizaban en las grandes empresas. No obstante, en los últimos años, el interés en el gobierno societario se ha extendido a las Pymes<sup>9</sup>. La demora puede deberse, como señala Yacuzzi (2005), a que las Pymes se encuentran en una situación desventajosa para contar con los recursos necesarios y desarrollar una estructura de gobierno societario (Yacuzzi, 2005)<sup>10</sup>. Estas empresas se caracterizan por límites pocos claros entre quien representa el capital y quien lo gerencia, y por tanto, la falta de un régimen estricto de derechos, obligaciones y responsabilidades de los distintos estamentos de la empresa (accionistas, gerentes y directores). Muchas veces, los administradores mezclan las decisiones personales con las decisiones de la empresa, y también sus finanzas con las de la empresa. Cuando se trata de empresas familiares, las decisiones empresariales suelen encontrarse atadas a la dinámica familiar. De ahí que el GS se convierte en una herramienta clave para el desarrollo de procesos de despersonalización y profesionalización del proceso de toma de decisiones.

Las empresas familiares son la forma de organización empresaria predominante en los países latinoamericanos<sup>11</sup>. En Argentina, según Persson (2006) existen unas 900 mil Pymes. El 71% de las Pymes argentinas son familiares y se estima que el 84% del

---

<sup>7</sup> Se refiere al marco normativo y legal.

<sup>8</sup> Por GS contractual se entiende a los compromisos que las empresas adoptan en forma voluntaria más allá de los requisitos legales.

<sup>9</sup> Ver Secondini y Streb (2010).

<sup>10</sup> Yacuzzi (2005) enumera una serie de limitantes que enfrentan las Pymes: la falta de recursos materiales, financieros y humanos, recursos gerenciales acotados, menor personal calificado que en las empresas de mayor tamaño, falta de visión estratégica y de horizontes de planificación de largo plazo; anticuadas formas de organización del trabajo, falta de políticas de capacitación, escasa información sobre mercados y tecnologías y deficitaria capacidad de innovación.

<sup>11</sup> Ver Banco Mundial y OCDE (2000).

recambio generacional será a favor de empresas familiares<sup>12</sup>. Por su grado de representatividad, la revisión de la literatura en lo que sigue de esta sección se centrará fundamentalmente en este tipo de empresas, siendo muchas de sus características propias de las Pymes en general<sup>13</sup>.

Las empresas familiares se caracterizan por una elevada concentración de la propiedad en pocos accionistas y por una difusa línea divisoria entre la propiedad y la gerencia. Lubrano (2004) define a la empresa familiar como aquella en la cual la familia tiene algún control sobre la propiedad y el gerenciamiento o su influencia en la empresa es relevante. Barugel (2008) señala que las empresas familiares conjugan tres subsistemas: la familia, la propiedad y el control, los cuales en el período de gestación están superpuestos, constituyendo un reto para la evolución de estas empresas el lograr separarlos. Este autor identifica cuatro etapas diferenciadas en el desarrollo de las empresas familiares. La primera es la fundacional donde los miembros de la empresa interactúan alrededor del fundador, quien es el que centraliza toda la información. En una segunda etapa, de organización funcional, el fundador comienza a delegar, a compartir información y crea informalmente un organigrama funcional. En esta etapa aparece una crisis de autoridad gerencial, que de superarse, la empresa entra en la siguiente etapa de delegación, en la cual se afianza la estructura funcional y la unidad de mando. Se establece un directorio y se separa la caja de la empresa de la familia. Aparecen nítidamente problemas de agencia y control. En la última etapa quedan claramente definidas las decisiones de control y de gerencia.

En una empresa familiar, a la problemática de cualquier estructura organizacional se agregan las virtudes y los riesgos propios de su cimiento familiar. La idiosincrasia familiar de las empresas no tiene relación con la magnitud ni la complejidad de su estructura de gobierno, así y todo el sello familiar crea características afines en todos los casos. Entre los rasgos comunes que se vinculan con la característica familiar de las firmas sobresale la necesidad de llevar a cabo las relaciones familiares en un ámbito de negocios. Como lo expresan Brenes y Madrigal (2008), la disyuntiva de una empresa

---

<sup>12</sup> Aisa (2007).

<sup>13</sup> La afirmación se fundamenta en el hecho de que las Pymes, sean o no familiares, se enfrentan a los problemas de agencia que surgen cuando los accionistas controlantes, ya sea los fundadores o los representantes de los inversionistas de capital de riesgo, toman ventaja de su posición en detrimento de los no controlantes.

familiar es alcanzar un equilibrio entre los sentimientos familiares y las exigencias y oportunidades de un negocio. El sentido de pertenencia familiar puede producir una identidad propia, que estimula la búsqueda de la maximización de beneficios, pero a su vez, acarrea riesgos producto de la falta de una definida separación entre empresa y familia. Esta se agrava en períodos de crecimiento y recambio generacional llevando a que la interrelación entre miembros y no miembros de la familia termina en conflictos de agencia, control y gerenciamiento. En este sentido, el tratamiento de los mismos mediante mecanismos de buen GS ayudaría a evitar un impacto negativo sobre el valor de la empresa como resultado de estos conflictos.

Reconocer la importancia de buenas prácticas de GS e identificar formas de protección de los actores que tienen alguna incidencia en la empresa lleva a admitir la existencia de los conflictos de agencia. Estos surgen cuando quienes son propietarios no son los mismos individuos que controlan o toman decisiones dentro de una empresa. Se pueden identificar dos tipos de problemas de agencia: I y II.<sup>14</sup> El problema de agencia de tipo I se produce cuando los accionistas no pueden ejercer un buen control de las decisiones que se toman debido al elevado costo que ello conlleva. Los que toman las decisiones tienen cierta capacidad para no relevar información sobre el desempeño de la empresa lo que les permite beneficiarse de una mayor remuneración si ésta está atada a las metas alcanzadas. Asimismo, quienes toman las decisiones, al manejar fondos ajenos, son propensos a llevar a cabo proyectos más riesgosos. El problema de agencia de tipo II sucede cuando un grupo de accionistas, que tienen un mayor control accionario y mayores facilidades para el control del desempeño de la empresa, toma ventaja de su posición en perjuicio de los accionistas minoritarios. Esta situación ocurre cuando los accionistas mayoritarios, que gozan de cierto predominio en el directorio o bien ocupan posiciones en la gerencia, privilegian el beneficio personal por encima del de la empresa al momento de tomar decisiones. Debido a la estructura de propiedad de las firmas familiares, donde los accionistas mayoritarios son de la familia y ocupan posiciones decisivas en el directorio o en la gerencia, es común encontrar problemas de agencia de tipo II. No así los de tipo I ya que la no separación entre propietarios y

---

<sup>14</sup> Una versión más amplia de lo que sigue en esta sección se puede encontrar en Secondini y Streb (2010).

gerencia favorece el monitoreo y seguimiento de la empresa (Ali *et al.*, 2007; Amit y Vilallonga, 2006 ;Gilson y Gordon, 2003 y Anderson y Reeb, 2003).

En referencia a los problemas de agencia de tipo II, Anderson y Reeb (2003) argumentan que la elevada concentración de la propiedad en las firmas familiares puede favorecer la apropiación de una parte de las ganancias de los pequeños inversores bajo la forma de dividendos especiales o paquetes de compensación excesivos. Gilson y Gordon (2003) afirman que, pagando un porcentaje significativo de las ganancias como dividendos, la empresa puede beneficiar al controlante quien puede invertir por fuera del negocio, afectando a los no controlantes que reciben iguales dividendos pero pierden la oportunidad de reinversión de la compañía.

Otro aspecto a destacar es que los accionistas mayoritarios pueden usar su influencia en la gerencia y en el directorio para afianzar a familiares o personas de confianza en posiciones claves de la empresa. Asimismo, puede ocurrir que se realicen transacciones con empresas o individuos relacionados a los accionistas mayoritarios que les permita sacar algún rédito por ello, perjudicando a la firma que podría haber realizado una transacción más eficiente en el mercado (Ali *et al.*, 2007). A su vez, en empresas familiares, la familia controlante puede llegar a hacer uso de su posición en la toma de decisiones para destinar fondos de la firma para consumo propio (Martin de Holan y Sanz, 2006; Kowalewski *et al.*, 2010 y Dreux, 1990). También puede actuar en su provecho en detrimento de los accionistas minoritarios al momento de realizar una venta de acciones, ya que como accionistas mayoritarios pueden vender su acción a un precio mayor pues incluyen en él el valor del control de la empresa (Gilson y Gordon, 2003).

En las empresas familiares, al estar ocupados los cargos gerenciales y del directorio con miembros de la familia, no existe una fuerte inclinación al tratamiento y difusión de buenas prácticas de GS. Varios autores remarcan que en las empresas familiares no hay preparación suficiente para planear la sucesión en el gobierno de la misma tras la muerte o retiro del fundador o dueño mayoritario. La mayoría de las veces se nombra como heredero al hijo o un familiar cercano para ocupar el cargo vacante en las posiciones de gerencia, sin tomar en cuenta la posibilidad de seleccionar candidatos mejor capacitados fuera de la familia. Esto conlleva a serias limitaciones dado que un familiar no necesariamente cumple los requisitos exigidos para asumir cargos

gerenciales (Kowalewski *et al.*, 2010; Ali *et al.*, 2007; Amit y Vilallonga, 2006; Perez-González, 2006 y Dreux ,1990).

Existen fundamentos, de acuerdo a Perez-González (2006), a favor de la designación de un familiar para las posiciones de gerencia: la unión familiar facilita la cooperación y transmisión de conocimientos, o bien aminoran los costos de una mala selección en el mercado laboral. Kowalewski *et al.* (2010) señala que la designación exclusiva de familiares en puestos claves puede provocar un efecto de desincentivo en el personal no familiar, que ven restringidas sus perspectivas de hacer carrera en la empresa. Amit y Vilallonga (2006) y Perez-González (2006) encuentran a partir de evidencia empírica que las firmas familiares son más valoradas cuando el fundador es quien maneja la empresa que cuando lo hacen familiares o descendientes del mismo. En este sentido, Perez-González (2006) argumenta que cuando un familiar es elegido sucesor puede que se siga honrando contratos implícitos con incumbentes para no romper con la tradición familiar, desestimando así la oportunidad de otros contratos en el mercado que puedan ser mejores.

Kowalewski *et al.* (2010) y Martin de Holan y Sanz (2006) encuentran que las firmas familiares pueden llegar a adoptar una estrategia de negocios de menor riesgo para no hacer peligrar su control sobre la firma. En este sentido, Kaikkonen *et al.* (2007) revela que en las empresas familiares el deseo de auto-suficiencia, y retención del control del gerenciamiento puede llegar a superar el de expansión de la firma, con lo cual estas empresas acuden poco al financiamiento externo. En línea con lo anterior, Romano *et al.* (2001) destaca otro aspecto al señalar que los propietarios de empresas familiares evitan el financiamiento externo para no tener que cumplir con algunos requerimientos que se exigen, como podría ser la presencia de directores independientes en la firma. Además, de acuerdo con Kaikkonen *et al.* (2007) muchas empresas familiares al tener prácticas informales o poca documentación de sus operaciones ven limitadas sus posibilidades de financiamiento externo, que de acudir al mismo se les exige requerimientos de garantías. Esto podría estar explicando porqué Dreux (1990) y Amit y Vilallonga (2006), al abordar la temática de financiamiento de las empresas, encuentran que las empresas familiares suelen estar sobrecapitalizadas, tienen mayor liquidez y menores deudas en relación al resto de las firmas.

## Sección 2: Normativa de la CNV

### 2.1 Normativa específica sobre Pymes

El objetivo del trabajo es detectar requisitos de buenas prácticas de GS que sean plausibles de ser exigidos a las Pymes cotizantes y a ser incorporados a un Código, los cuales se desarrollarán en la sección 3 y 4, tras hacer una revisión a continuación de la normativa de la CNV en relación a las Pymes.

Antes de avanzar, es importante definir qué se entiende por Pyme y que es lo que la CNV considera que es una Pyme. Para empezar, no existe una definición universal. No hay un criterio único entre países<sup>15</sup> ni al interior de los mismos. Hay quienes las definen a partir del número de empleados, del volumen anual de negocios, del tamaño<sup>16</sup>, etc. En Argentina, la Comisión Nacional de Valores tiene una definición de Pymes<sup>17</sup> que difiere por ejemplo de la de la Secretaría de la Pequeña y Mediana Empresa y Desarrollo Regional (SePyME)<sup>18</sup>. En el Cuadro N°1, se puede apreciar que salvo en el caso de servicios, la definición de la SePyME apunta a un universo de empresas más pequeñas que el de la CNV.

**Cuadro N° 1:**  
**Definición de Pymes de acuerdo a la SePyME y a la CNV<sup>1</sup>**

Sector \ Tamaño	SePyME			CNV	
	Micro	Pequeña	Mediana	Pequeña	Mediana
<b>Agropecuario</b>	610	4.100	24.100	8.200	48.200
<b>Industria y Minería</b>	1.800	10.300	82.200	20.600	164.400
<b>Comercio</b>	760	4.800	37.700	28.000	223.800
<b>Servicios</b>	2.400	14.000	111.900	8.600	56.600
<b>Construcción</b>	590	4.300	28.300	9.600	75.400

<sup>1</sup> Ventas totales anuales en miles de pesos.

Fuente: Resolución N°21/2010 de la SePyME y RG CNV N°582/2010.

<sup>15</sup> Ver Ayyagari *et al.* (2011).

<sup>16</sup> Ver por ejemplo los distintos criterios que considera la Resolución del Ministerio de Economía N° 401/89.

<sup>17</sup> Ver RG CNV N°582/2010.

<sup>18</sup> Resolución N°21/2010 de la SePyME. Al momento de actualizar este documento la SePyME había revisado los montos de ventas de las PyMEs mediante la Resolución N°50/2013 de la SePyME. Sin embargo, la CNV aún no lo había hecho, razón por la cual se prefirió dejar las dos resoluciones del 2010 para poder compararlas.

El primer antecedente normativo de la CNV dirigido hacia las Pyme es el Decreto N° 1087/93 mediante el cual se determinaron las pautas para que las Pymes organizadas como sociedades por acciones, cooperativas y asociaciones civiles constituidas en el país<sup>19</sup>, estuviesen automáticamente autorizadas para ofertar públicamente los valores negociables representativos de deuda que emitieran dentro de un régimen simplificado. A su vez, a través de la Resolución General N° 336/99 de la CNV se extendió el régimen de facilidades a la negociación de acciones representativas de capital social de sociedades anónimas que fueran Pymes.

Más recientemente, se estableció un régimen especial para la emisión de deuda o capital por parte de las Pymes por medio de la Resolución General N°506/07<sup>20</sup>. Para ello, fueron definidas las Pymes a partir del monto máximo de las ventas anuales en pesos<sup>21</sup>, cuyos montos han sido reproducidos en el Cuadro N°1. La mencionada resolución especifica que el 20% o más del capital y/o de los derechos políticos de las Pymes no podrán pertenecer a entidades que no se ajusten a las definiciones legales de Pymes.

En el marco de regímenes especiales de la CNV, a aquellas Pymes que ofrezcan públicamente sus acciones y/o valores negociables representativos de deuda no se les obliga a formar un órgano colegiado de fiscalización<sup>22</sup>. A su vez, las que hagan oferta pública de sus acciones no están obligadas a constituir un Comité de Auditoría<sup>23</sup>.

---

<sup>19</sup> Ver artículo 1 de la Ley N° 23.576, modificado por la Ley N° 23.962, el cual alude al Decreto N° 1087/93 en su primer artículo.

<sup>20</sup> El fundamento para ello puede encontrarse en los artículos 19 (inciso r) y 81 de la Ley N° 26.831, el cual establece que la CNV puede reglamentar regímenes de información y requisitos para la oferta pública diferenciados, en base a “la naturaleza del emisor, la cuantía de la emisión, el número restringido o especiales características de los inversores a los que va dirigida la emisión y, en general, cualquier circunstancia que lo haga aconsejable”.

<sup>21</sup> El valor de las ventas totales anuales se calcula a partir del promedio de los últimos tres años del último balance inclusive, y se excluye de dicho valor el impuesto al valor agregado y el impuesto interno de corresponder.

<sup>22</sup> Ver artículo 7 del Capítulo VI (Pequeñas y Medianas Empresas) del Título I (Emisoras) de las Normas de la Comisión Nacional de Valores Edición Año 2013, en adelante NORMAS.

<sup>23</sup> Ver artículos 81, 109 y 110 de la Ley N° 26.831 y el artículo 19 del Capítulo III (Órganos de Administración y Fiscalización. Auditoría Externa) del Título II (Emisores) de las NORMAS.

Otros beneficios<sup>24</sup> que se les otorga a las Pymes es que sus emisiones están exentas de reponer el arancel de autorización que exige el Decreto N° 1526/98<sup>25</sup> y no pagan ninguna tasa de fiscalización por control societario si están sujetas a la competencia exclusiva y excluyente de la CNV en dicha materia<sup>26</sup>. En los casos de emisión de ON se aplica un régimen impositivo diferenciado<sup>27</sup>.

Debido a las menores exigencias informativas que deben satisfacer las Pymes sus valores representativos de deuda únicamente pueden ser adquiridos por los inversores calificados (ver Recuadro N°2), dado la mayor solvencia técnica y patrimonial para efectuar una evaluación de los riesgos asociados a la emisión.

### **Recuadro N°2: Inversores Calificados**

*“Los valores negociables comprendidos en este régimen para Pymes, así como las cooperativas y mutuales que califiquen como tales, sólo podrán ser adquiridos por los inversores calificados que se encuentren dentro de las siguientes categorías:*

- a) El Estado Nacional, las Provincias y Municipalidades, sus Entidades Autárquicas, Bancos y Entidades Financieras Oficiales, Sociedades del Estado, Empresas del Estado y Personas Jurídicas de Derecho Público.*
- b) Sociedades de responsabilidad limitada y sociedades por acciones.*
- c) Sociedades cooperativas, entidades mutuales, obras sociales, asociaciones civiles, fundaciones y asociaciones sindicales.*
- d) Agentes de negociación.*
- e) Fondos Comunes de Inversión.*
- f) Personas físicas con domicilio real en el país, con un patrimonio neto superior a PESOS SETECIENTOS MIL (\$ 700.000).*

---

<sup>24</sup> Las Pymes que soliciten la oferta pública de valores negociables no podrán hacer uso simultáneo de otros programas de subsidios específicos, como es el caso de aquellos otorgados por la SePyME a las entidades enmarcadas en la definición de Pymes de dicha Secretaría. Ver artículo 9 del Capítulo VI (Pequeñas y Medianas Empresas) del Título I (Emisoras) de las NORMAS.

<sup>25</sup> Modificado por el Decreto 1271/2005.

<sup>26</sup> Ver Ley N° 22169, leyes convenios y Decreto N° 156/89.

<sup>27</sup> Ver Ley N° 23.576, texto modificado por Ley N° 23.962, artículos 36 en adelante.



*g) En el caso de las sociedades de personas, dicho patrimonio neto mínimo se eleva a PESOS UN MILLÓN QUINIENTOS MIL (\$ 1.500.000).*

*h) Personas jurídicas constituidas en el exterior y personas físicas con domicilio real fuera del país.*

*i) Administradoras Nacional de la Seguridad Social (ANSES).*

*No se exigirá el patrimonio neto mínimo fijado en los incisos f) y g) en los supuestos de emisiones garantizadas en un SETENTA Y CINCO POR CIENTO (75%), como mínimo, por una Sociedad de Garantía Recíproca o institución que reúna las condiciones establecidas por el BANCO CENTRAL DE LA REPUBLICA ARGENTINA para las entidades inscriptas en el Registro de Sociedades de Garantía Recíproca, o se trate de emisiones efectuadas por sociedades que ya cotizan sus valores negociados en el mercado..*

*Fuente: Artículo 4 del Capítulo VI (Pequeñas y Medianas Empresas) del Título I (Emisoras) de las Normas de la Comisión Nacional de Valores Edición Año 2013.*

La información contable periódica se restringe a la presentación anual de los estados financieros con dictamen de auditor externo, un informe del órgano de fiscalización y acta del directorio de donde surge su aprobación por el directorio y durante los restantes trimestres el estado de movimiento de fondos y el estado de situación patrimonial<sup>28</sup>. Las Pymes, según lo dispuesto por la Sepyme o de acuerdo a las definición de Pymes de la CNV, que coticen sus acciones y/u obligaciones negociables bajo el régimen simplificado quedan excluidas de adoptar las Normas Internacionales de Información Financiera (NIIF) emitidas por el Consejo de Normas Internacionales de Contabilidad, y sus modificatorias<sup>29</sup>, rigiéndose por las normas contables locales.

## **2.2 Universo de Pymes en la CNV**

Actualmente, existen dos grupos de Pymes que pueden ofertar sus acciones y/o obligaciones negociables. Un primer grupo está conformado por Pymes que integran el

---

<sup>28</sup> Ver artículo 11 del Capítulo I (Régimen Informativo) del Título IV (Régimen Informativo Periódico) de las NORMAS.

<sup>29</sup> Artículo 1 del Capítulo III (Normas relativas a la forma de presentación y Criterios de Valuación de los Estados Financieros) del Título IV (Régimen Informativo Periódico).

panel general<sup>30</sup>. Son diecinueve empresas, que a diferencia de las empresas de mayor tamaño, están exentas de conformar un Comité de Auditoría. En tanto, en el segundo grupo están las entidades que constituyen el panel Pymes propiamente dicho<sup>31</sup>. Son poco más de cincuenta empresas que se encuentran beneficiadas del régimen especial para la emisión de deuda o capital y de la exención de cumplir con la adopción de las NIIF. En tanto, en el primer grupo todas emiten acciones y solo un pequeño porcentaje lo hace con ON (90 y 10%, respectivamente), en el segundo grupo la relación es inversa, solo un 4% emite acciones y el resto ON.

Es importante remarcar que en ninguno de los dos grupos existen exigencias informativas referidas a prácticas de GS a pesar de que acuden al ahorro público<sup>32</sup>. Este aspecto adquiere más notoriedad en el caso del primer grupo, donde los inversores pueden interpretar que estas empresas al estar en el panel general cumplen con los mismos requisitos que el resto de las sociedades del mismo grupo. Sin embargo, a estas empresas en la actualidad no solo se las exime del Comité de Auditoría sino también de responder si cumple o no con los principios y recomendaciones del Código de Gobierno Societario vigente. Es hacia éste grupo donde tendría sentido empezar a explorar la posibilidad de exigir prácticas de gobierno societario.

---

<sup>30</sup> Las Pymes del panel general pueden encontrarse en:  
<http://www.cnv.gob.ar/InfoFinan/BuscoSociedades.asp?Lang=0&TamanoSocID=0>.

<sup>31</sup> Ver <http://www.cnv.gob.ar/InfoFinan/BuscoSociedades.asp?Lang=0&TamanoSocID=1>.

<sup>32</sup> Ver artículo 1 del Capítulo I (Régimen Informativo), del Título IV (Régimen Informativo Periódico) de las NORMAS.

### **Sección 3: Código de Gobierno Societario**

#### **3.1 ¿Un mismo Código para empresas grandes y Pymes?**

Para empezar, habrá que aclarar qué se entiende por un Código de GS. De acuerdo Apreda (2009), “*es un conjunto de reglas de conducta que permiten a una estructura de gobernanza específica tener efectos observables en la realidad, estableciendo compromisos y responsabilidades*”<sup>33</sup>.

Como se anticipó en la introducción, la CNV modificó en el 2012 el Código de GS para las Emisoras que cuenten con autorización de oferta pública de sus acciones y ON (salvo emisiones con plazos de amortización de hasta un año), que no califiquen como Pymes en los términos de la normativa vigente. Por ello, en lo que concierne a dichos instrumentos, las Pymes quedan exentas de cualquier requerimiento que haga a buenas prácticas de GS, y sin embargo, a igual que las empresas grandes acuden al ahorro público, por lo que sería aconsejable que informaran sobre aspectos básicos de GS. Aún así, aplicarles a las Pymes el mismo Código de GS que se les pide a las empresas de mayor tamaño, como ocurre en otros países<sup>34</sup>, sería desmesurado y terminaría desalentando la incorporación de las Pymes al mercado de capitales. En este sentido, Clarke y Klettner (2010) plantean si es posible un GS simplificado para las Pymes que permita un equilibrio entre el cumplimiento de las metas económicas y la garantía de protección a los inversores. Estos autores encontraron que para muchas Pymes es muy costoso cotizar, y sólo se tiene en cuenta esta posibilidad cuando las demás opciones se han agotado. Como señalan Holmstrom y Kaplan (2003), si se toma en cuenta que el cumplimiento de normas conlleva la existencia de costos fijos, las Pymes tienen menos probabilidades de favorecerse de las normas que las empresas de mayor tamaño<sup>35</sup>. De todos modos, esto no implica que las Pymes desconozcan ciertos beneficios de la

---

<sup>33</sup> Apreda (2009), p. 21.

<sup>34</sup> Algunos ejemplos de aplicación de prácticas de GS sin contemplar el tamaño de empresa son la *Sarbanes-Oxley Act*, los códigos de GS de Gran Bretaña, Australia y España.

<sup>35</sup> En este sentido, según Bebczuk (2007) debido a los altos costos fijos de mantenerse listado, las Pymes ven al mercado de valores como un medio para relacionarse con acreedores, más que como fuente de financiamiento adicional, y por tanto, son propensas a deslistarse.

aplicación de procedimientos de GS. De acuerdo a Clarke y Klettner (2010) para muchas Pymes estos son una mayor disciplina y profesionalismo por parte del directorio y por ende, una mejora en el proceso de toma de decisiones. Estos autores reconocen que a estas empresas les cuesta evaluar los beneficios indirectos que trae aparejado el hecho de ganar la confianza del inversor.

Ahora bien, ¿sobre qué debería versar un Código de GS? Sobre el sistema bajo el cual las sociedades son dirigidas y controladas. A través de principios y recomendaciones abarcaría un conjunto de temas como la estrategia de la empresa, el control de gestión, administración del riesgo de la empresa, la generación y presentación en forma oportuna de reportes financieros fehacientes, la clara definición de los roles de los responsables dentro de una empresa, plan de sucesión. Sobre este último aspecto, Barugel (2008) señala en relación a las empresas familiares que una de las causas de su “mortalidad infantil” es el rechazo del fundador a delegar el control en gerentes profesionales que toman decisiones con autonomía pudiendo dar lugar a, parafraseando a Adam Smith, “*la negligencia y el derroche*”. La solución al problema para Barugel no es dejar de crecer sino tomar medidas preventivas mediante un Código de buenas prácticas, que considera debe incluir al menos cuatro cuestiones: la definición de roles, funciones, responsabilidades y remuneraciones en la conducción de la empresa y en la familia, el directorio y el consejo de familia, un sistema de información orientado al planeamiento y un plan de sucesión del poder. Para Yacuzzi (2005) un Código para las Pymes debe ser “*práctico, flexible, fácil de entender, y debe incluir entre sus principios: la transparencia de la gestión, un consejo de supervisión o de asesoramiento con los miembros externos, un sistema de planificación y de gestión de riesgos (incluidos los informes internos y de contabilidad de costes), una planificación de la sucesión de la alta gerencia y la administración de recursos humanos*”<sup>36</sup>.

### **3.2 Pautas mínimas de Gobierno Societario en las empresas**

Antes de avanzar con un Código de GS para Pymes, en esta sub-sección se enumeran una serie de pautas que deberían regir en empresas en general en aras de un buen GS, y que están ausentes particularmente en las Pymes y empresas familiares. En primer lugar se hace referencia a los órganos de gobierno (directorio y la alta gerencia)

---

<sup>36</sup> Yacuzzi (2005), p. 18.

y a las instituciones de gobierno familiar, tras lo cual se mencionan lineamientos que hacen a los derechos de accionistas y finalmente se alude a los sistemas de control de una empresa<sup>37</sup>.

### **Órganos de gobierno**

**Directorio:** Si bien una empresa puede tener uno o varios administradores, es el directorio el órgano de administración que mejor satisface los requerimientos de un buen GS, ya que permite la profesionalización de la administración societaria y la colegiación en la toma de decisiones. Entre las funciones del directorio figura la de fijar la estrategia general de la empresa, aprobar los estados financieros y la política de dividendos, asegurar adecuados sistemas de control interno y de administración de riesgo de la firma, nombrar y monitorear el accionar de la alta gerencia con la suficiente libertad como para cuestionar sus decisiones como así también la de los miembros de la familia, y asegurar la sucesión de la alta gerencia. En este sentido, para un equilibrio entre responsabilidades y controles es deseable que ningún miembro del directorio sea el gerente general<sup>38</sup>.

Para garantizar que las decisiones del directorio reporten mayor beneficio a los accionistas, se recomienda que el mismo cuente con directores independientes<sup>39</sup>, que para algunos éste es un elemento determinante para la supervivencia de las firmas familiares<sup>40</sup>.

Un tema primordial para el buen GS, es conocer la política de remuneración de los directores (y alta gerencia). El nivel de remuneración debe guardar relación no solo con los antecedentes del personal clave y el tamaño de la empresa, sino con el rendimiento histórico en cuanto a la generación de valor para los accionistas.

---

<sup>37</sup> Para lo que sigue de esta sección se utilizó como base la sub-sección V.2 de Secondini y Streb (2010).

<sup>38</sup> Esta práctica difícilmente se da en el caso de las Pymes, y sobre todo las familiares. De hecho, Liang y Li (1999) encuentran que no pareciera afectar al desempeño de las Pymes el hecho de que una misma persona ocupe el cargo de gerente general y de presidente del Directorio. Anzoategui y Streb (2008) llegaron a un resultado similar para las empresas no financieras listadas en la Bolsa de Comercio de Buenos Aires.

<sup>39</sup> Es usual en las bolsas del mundo el requisito de directores independientes en las empresas listadas. Para Argentina ver artículo 109 de la Ley N° 26.831 y el artículo 11 del Capítulo III (Órganos de Administración y Fiscalización. Auditoría Externa) del Título II (Emisores) de las NORMAS.

<sup>40</sup> Ver IFC (2008).

**Alta gerencia:** En muchas empresas familiares, los puestos de alta gerencia (y del directorio) están reservados a los miembros de la familia, lo que puede derivar en los conflictos de agencia y supervisión ya mencionados en la sección 1. Un tema recurrente en las empresas familiares es el tratamiento desigual entre ejecutivos familiares y no familiares, lo cual trae aparejado la dificultad por parte de estas firmas de atraer ejecutivos capaces que no sean de la familia. En este sentido, IFC (2008) señala la necesidad de que las empresas familiares fijen políticas de empleo equitativas y tengan procesos para atraer la mejor competencia disponible, sea o no de la familia. Esto permitiría alinear incentivos con desempeño y tener empleados motivados por el crecimiento de la empresa.

Otra cuestión reiterada que se observa en la alta gerencia de las empresas familiares es la falta de un plan de la sucesión de la misma. Como señala LAVCA (2008), la mayoría de estas empresas son exitosas en la etapa del fundador, que está involucrado en todos los aspectos de las empresas, pero solo alrededor de un 10% de las empresas alcanzan a la tercera generación de propietarios. Un plan de sucesión formal aumentaría la probabilidad de supervivencia de una empresa familiar al pasar de una generación a otra<sup>41</sup>.

### **Instituciones de gobierno familiar**

Las instituciones de gobierno familiar ayuda a una relación armoniosa entre la familia y la empresa. Se mencionan al menos tres: i) el Protocolo familiar, ii) el Consejo de familia y iii) la Asamblea de familia.

**Protocolo familiar:** es un documento donde quedan asentados la misión, visión y principios de ética que regulan la relación familia-empresa y se constituyen las normas

---

<sup>41</sup> Motivos que suelen darse para no planear la sucesión son evitar fricciones entre los familiares, desconociendo que el fundador pueda morir o bien que la firma pueda sobrevivir sin él ante la ausencia de un familiar capaz para reemplazarlo. Esto último se agrava si se tiene en cuenta que en muchas empresas familiares no consideran la posibilidad de captar ejecutivos capaces fuera del grupo familiar (IFC, 2008).

de funcionamiento de los órganos de gobierno familiar<sup>42</sup>. También, contempla mecanismos de resolución de conflictos y la política de herencia<sup>43</sup>.

**Consejo de familia:** se ocupa del vínculo entre la familia, la alta gerencia y el directorio. Separa la empresa de las interferencias familiares y define la estrategia de largo plazo, cuya implementación queda a cargo del directorio. Además elabora el plan de sucesión familiar. Hay familias que acuden a un facilitador externo que haga de mediador y maneje la agenda de la familia<sup>44</sup>.

**Asamblea de familia:** evalúa el accionar del Consejo de familia y analiza sus propuestas. Trasmite la visión familiar y el proyecto empresarial, aunando los objetivos familiares y empresariales, e informa acerca de la evolución de la compañía<sup>45</sup>.

### **Derechos de los accionistas**

Como se comentó en la sección 1, la presencia de un grupo de accionistas con mayor control accionario en las empresas induce a que éstos tomen ventaja sobre los accionistas no controlantes (problema de agencia de tipo II). Cobra relevancia conocer la participación del grupo económico, de la familia y de otros accionistas, así como cualquier cambio que se haga en el estatuto social de la composición accionaria, para ver cuan factible es o no dicha posibilidad. Guardar proporcionalidad entre la participación en el capital y el derecho de voto es fundamental para evitar que los intereses de los accionistas más significativos perjudique la de los minoritarios. Apreda (2007) cita a Easterbrook y Fishel (1996) para explicar la función del voto: “*El derecho a votar es el derecho de tomar decisiones que no están descritas ni anticipadas en los contratos*”<sup>46</sup>. El principio de igualdad de voto es la medida Nro. 1 de los Lineamientos para una Código Andino de Gobierno Corporativo de la Corporación Andina de Fomento (CAF, 2006).

---

<sup>42</sup> Muchas empresas familiares solo tienen un conjunto informal de normas en lugar de un protocolo familiar.

<sup>43</sup> Brenes y Madrigal (2008) identifican nueve temas de potencial conflicto que se discuten en el protocolo: compromiso familiar, sucesión gerencial, control accionario, gobernabilidad, carreras dentro del negocio familiar, compensación y evaluación de familiares en el negocio, estructura familiar, responsabilidad y código de conducta y negocios de la familia fuera del negocio familiar.

<sup>44</sup> Una vez que la familia sobrepasa los treinta miembros recién ahí se crea el consejo de familia (IFC, 2008).

<sup>45</sup> En las empresas familiares dirigidas por el fundador, se suelen hacer reuniones familiares de carácter informal, no hay una asamblea familiar.

<sup>46</sup> Ver Apreda (2007), p. 22.

En la sección 1 se dijo que los problemas de agencia de tipo II conducen a que la concentración de la propiedad en las empresas familiares propicie la expropiación de accionistas minoritarios a través de paquetes de compensación excesivos. En este sentido, la política de dividendos debiera estar incluida en la memoria o en un informe anual de GS y cualquier cambio en la misma ser notificado. Los accionistas debieran tener acceso no solo a la memoria anual, sino también a cualquier documento informativo como el informe anual del comité de auditoría y el del auditor externo.

En las asambleas de accionistas, los titulares de las acciones deben tener derecho a participar y votar. La asamblea general de accionistas es el órgano máximo de la empresa, y es imprescindible que esté plasmado en las atribuciones que le asigna el estatuto social. Entre sus funciones figura la de dar conformidad a las cuentas anuales y a la gestión del directorio, designar y aprobar la remuneración de los directores, nombrar al auditor externo, consentir fusiones y ventas de activos estratégicos. El directorio es quien debe convocar con anticipación a las asambleas de accionistas de acuerdo al plazo fijado en el estatuto social y que las actas que surjan de dichas asambleas sean distribuidas a los accionistas (CAF, 2006).

### **Sistemas de control**

Se les suele requerir al directorio de las empresas que presenten sus estados contables financieros ante una comisión de auditoría. Los mismos deben seguir ciertas normas internacionales de información financiera y contable. Dicha comisión de auditoría debe estar integrada por miembros independientes. En una Pyme puede no existir dicha comisión<sup>47</sup>, pero sí es necesario que exista algún mecanismo de control interno efectivo, entendiéndose por éste un proceso que busca darle a la empresa estabilidad garantizando que los reportes financieros sean fiables, las regulaciones se cumplan y las operaciones sean eficientes. Con respecto a éstas últimas, es recomendable además que exista un procedimiento para la aprobación de partes relacionadas, que evite que haya transferencias entre empresas de una misma familia que perjudique a los accionistas minoritarios.

---

<sup>47</sup> Como se vio en la sección 2 en Argentina, se exceptúan a las Pymes de contar con un Comité de Auditoría.



A su vez, la auditoría externa es la encargada de evaluar en forma independiente la información financiera de la empresa. Si bien no forma parte de los controles internos de la firma, brinda una evaluación sobre su implementación. Los auditores externos son requeridos por los entes reguladores cuando la empresa negocia públicamente, por las entidades de créditos y por acuerdos de accionistas. La reputación de un auditor adquiere relevancia para los inversionistas, ya que proporciona una garantía de fiabilidad de la información financiera<sup>48</sup>. La remuneración de los auditores externos debería ser pública<sup>49</sup> y es recomendable que sean renovados a partir de los cinco años para evitar lazos entre las empresas auditadas y los auditores (CAF, 2006).

### **3.3 El Código de Gobierno Societario de la CNV y las Pymes**

Los temas que han sido mencionados hasta ahora en la sección 3 (estrategia empresarial, control de gestión, manejo del riesgo, reportes financieros confiables, etc.) son aspectos que han sido tratados en el Código de GS de la CNV. Por tanto, para el análisis de un adecuado Código de GS para Pymes se tomará como punto de partida el Código de GS de la CNV, que a igual que su antecesor<sup>50</sup>, sigue el criterio de “cumple o explica”<sup>51</sup>. Este nuevo Código consta de nueve principios (Recuadro N°3). A grandes rasgos, se puede afirmar que todos son aplicables a las Pymes. En todo caso, es en las recomendaciones donde es necesario hacer adaptaciones para que el Código sea aplicable a Pymes. Se profundizará sobre el tema en la próxima sección.

---

<sup>48</sup> Según LAVCA (2008), el 92% de los encuestados en la *Investor Opinion Survey* estimaron necesario que una empresa invierta en un auditor externo y un 75% consideró que una evaluación positiva por parte de éste significa respaldo a la calidad de la información que la firma provee.

<sup>49</sup> Esto implica conocer, si hubiera, cualquier otra remuneración por servicios adicionales a la empresa.

<sup>50</sup> Ver Resolución General N° 516/07.

<sup>51</sup> La Emisora debe informar si cumple totalmente los principios y recomendaciones integrantes del Código y de qué modo lo hace, o caso contrario, deberá explicar por qué cumple parcialmente o no cumple tales principios y recomendaciones.

### Recuadro N°3: Código de GS de la CNV -

#### **PRINCIPIO I. TRANSPARENTAR LA RELACIÓN ENTRE LA EMISORA, EL GRUPO ECONÓMICO 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 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.*

#### **PRINCIPIO II. SENTAR LAS BASES PARA UNA SÓLIDA ADMINISTRACIÓN Y SUPERVISIÓN DE LA EMISORA**

##### **El marco para el gobierno societario debe:**

*Recomendación II.1: Garantizar que el Órgano 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 Órgano de Administración y su impacto.*

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

*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 de la Emisora.*

*Recomendación II.6: Evaluar la conveniencia de que miembros del Órgano 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 Órgano de Administración y gerentes de primera línea de la Emisora.*

#### **PRINCIPIO III. AVALAR UNA EFECTIVA POLÍTICA DE IDENTIFICACIÓN, MEDICIÓN, ADMINISTRACIÓN Y DIVULGACIÓN DEL RIESGO EMPRESARIAL.**

##### **El marco para el gobierno societario debe:**

*Recomendación III: El Órgano de Administración debe contar con una política de gestión integral del riesgo empresarial y monitorea una adecuada implementación.*

#### **PRINCIPIO IV. SALVAGUARDAR LA INTEGRIDAD DE LA INFORMACIÓN FINANCIERA CON AUDITORÍAS 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.*

#### **PRINCIPIO V. RESPECTAR EL DERECHO 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 VÍNCULO DIRECTO Y RESPONSABLE CON LA COMUNIDAD**

**El marco para el gobierno societario debe:**

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

#### **PRINCIPIO VII. REMUNERAR EN FORMA JUSTA Y RESPONSABLE**

**El marco para el gobierno societario debe:**

*Recomendación VII: Establecer claras políticas de remuneración de los miembros del Órgano 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**

**El marco para el gobierno societario debe:**

*Recomendación VIII: Garantizar comportamientos éticos en la Emisora.*

#### **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.*

*Fuente: Resolución General N° 606 de la CNV.*

#### **Sección 4: Una propuesta de Código para Pymes**

En esta sección se propone una adaptación del Código de GS de la CNV a la realidad de una Pyme. A continuación se analizarán las recomendaciones de los nueve principios que aparecen en el Recuadro N° 3 de la sección 3.

Aquí no se sugiere cambiar ningún enunciado de los principios, salvo el caso del principio I “*Transparentar la relación entre la Emisora, el grupo económico que encabeza y/o integra y sus partes relacionadas*”, ya que siendo las Pymes las destinatarias del Código habría que sacar “que encabeza” por no corresponder. Respecto a las recomendaciones de este principio, es atinente mantener las tres: “*Garantizar la divulgación por parte del Órgano de Administración de políticas aplicables a la relación de la Emisora con el grupo económico que integra*”<sup>52</sup> y *con sus partes relacionadas*”<sup>53</sup>, “*Asegurar la existencia de mecanismos preventivos de conflictos de interés*” y “*Prevenir el uso indebido de información privilegiada*”. Tanto en el principio I y también en el II, “*Sentar las bases para una sólida administración y supervisión de la Emisora*”, sería necesario en caso de que la Pyme fuera una empresa familiar indagar acerca de las instituciones de gobierno familiar. Concretamente saber si existen un protocolo, consejo y asamblea familiar para sortear conflictos familiares<sup>54</sup>. Como se trató en la sección 1, puede que la Pyme familiar responda a los intereses de la familia o maximice la utilidad personal en lugar de los beneficios de la empresa.

Las recomendaciones II.1 a II.3, “*Garantizar que el Órgano de Administración asuma la administración y supervisión de la Emisora y su orientación estratégica*”, “*Asegurar un efectivo Control de la Gestión de la Emisora*”, “*Dar a conocer el proceso de evaluación del desempeño del Órgano de Administración y su impacto*”, son perfectamente aplicables a las Pymes.

---

<sup>52</sup> Aquí también se omite “que encabeza”.

<sup>53</sup> Como se vio en la sección 1, en empresas familiares bien pueden darse casos de transferencias entre empresas de una misma familia que dañen a los accionistas minoritarios.

<sup>54</sup> Ver sección 1 un detalle de las instituciones familiares. La existencia de las mismas, garantiza una cierta estructura organizacional de la empresa para afrontar conflictos familiares. De acuerdo al “Evaluador de Prácticas de Gobierno Corporativo para Empresas” de la CAF, es necesario ver si en el protocolo familiar hay políticas dirigidas a la provisión de créditos a integrantes de la familia y/o grupo controlante y a la inclusión en las cuentas de la empresa de los gastos no operacionales de los funcionarios de la firma. Ver <http://gc.caf.com/main.asp>

Con respecto a la recomendación II.4, “*Que el número de miembros externos e independientes constituyan una proporción significativa en el Órgano de Administración de la Emisora*”, son atinentes comentarios por separado de los directores externos e independientes. Respecto a los primeros, Yacuzzi (2005) cita a Gabrielsson y Huse (2004) quienes encuentran que la Pyme generalmente carece de suficientes conocimientos en materia de gestión y sugieren complementar esta falencia con la asesoría por parte de miembros externos. En este sentido, Liang y Li (1999), en base a evidencia empírica, encontraron que aunque no es usual la contratación de directores externos en las Pymes, su presencia en estas empresas está asociada a un mayor retorno de la inversión. En cuanto a la independencia de los directores, si bien constituye un requisito de muchas bolsas del mundo, hay quienes ponen en duda su rol prioritario. Para Pugliese y Zhang (2007) la independencia de los integrantes del directorio de una Pyme no importa tanto para garantizar un rol estratégico del directorio como los atributos cualitativos (conocimiento, diversidad, motivación personal) de sus directores. Dallas y Scott (2006) sostienen que la independencia de los directores se hace más acuciante en empresas donde existe un alto grado de dispersión accionaria<sup>55</sup>, que dificulta el control de la gestión de la empresa por parte de los accionistas, que no es lo característico de una Pyme. Y agregan que para sociedades con oferta pública, si bien es una regla de oro, no es inviolable en los casos en que las sociedades tengan razones justificadas para adoptar estructuras menos independientes. Debe tenerse en cuenta que las Pymes pueden encontrar dificultades para atraer a directores independientes calificados a sus directorios<sup>56</sup>, y por lo tanto se pueden enfrentar a mayores costos para cumplir con los requisitos de independencia que las empresas de mayor tamaño (Chhaochharia y Grinstein, 2007). Con lo cual, esta recomendación solo sería apropiada en Pymes con un relativo grado de madurez.

En cuanto a la 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 de la Emisora*”, en el Código de GS de la CNV se sugiere la existencia de un Comité de Nombramientos. Sin embargo, esto parece poco plausible en una Pyme. Más que conformar comités, las Pymes debieran hacer que el directorio establezca políticas y procedimientos que contemplen los

---

<sup>55</sup> O sea donde se presentan los problemas de agencia de tipo I. Ver sección 1.

<sup>56</sup> Trabajar en el directorio de una Pyme no es muy valorado (Clarke y Klettner, 2010).

objetivos fijados por esta recomendación. Muchas veces, las Pymes no cuentan con un Órgano de Administración numeroso, con lo cual este comité estaría integrado por el propio directorio haciendo que el comité se vuelva redundante. Siendo función de la Asamblea de Accionistas la selección de los miembros del directorio, aquí se rescatan para las Pymes solo tres de las funciones del Comité de Nombramientos que aparecen en el Código de GS de la CNV<sup>57</sup>. Estas funciones son la de proponer el desarrollo de criterios (calificación, experiencia, reputación profesional y ética, otros) para la selección de nuevos miembros del directorio y gerentes de primera línea, la identificación de posibles candidatos a ser propuestas a la Asamblea de Accionistas y la constatación de la existencia de un plan de sucesión del directorio o gerencia, tema sugerido por varios autores en la sección 1.

La recomendación II.6, “*Evaluar la conveniencia de que miembros del Órgano de Administración y/o síndicos y/o consejeros de vigilancia desempeñen funciones en diversas Emisoras*”, podría omitirse al menos en el caso de las Pymes más pequeñas, dado el escaso poder de negociación de estas empresas para poner algún tipo de límite a esta situación en relación a empresas más grandes que pueden pactar mejores condiciones de contratación.

Ya se ha mencionado que las Pymes en general carecen de los conocimientos necesarios en materia de gestión. En este sentido, la recomendación II.7, “*Asegurar la capacitación y desarrollo de miembros del Órgano de Administración y gerentes de primera línea*”, cobra relevancia. Es importante agregar a la recomendación que en el caso de las Pymes familiares se hace necesario indagar si se les exige capacitación tanto a los no familiares como a los familiares de la empresa. Como se vio en la sección 1 uno de los argumentos en contra de la eficiencia de las Pymes familiares era que se priorizara la elección de familiares para los puestos gerenciales o directivos, independientemente de su aptitud y formación.

En cuanto al principio III, “*Avalar una efectiva política de identificación, medición, administración y divulgación del riesgo empresarial*”, la recomendación que la acompaña, “*El Órgano de Administración debe contar con una política de gestión*

---

<sup>57</sup> En este trabajo no se reproducen los comentarios indicativos que siguen a las recomendaciones. Ver <http://www.cnv.gov.ar/LeyesReg/CNV/esp/RGCRGN606-12.htm>.

*integral de riesgo empresarial y monitorea una adecuada implementación*”, es pertinente para una Pyme. Lo que probablemente no tenga conformado es un Comité de Gestión de Riesgos como sugiere el Código de GS de la CNV por las mismas razones esgrimidas anteriormente que justifican no tener una Comité de Nombramientos.

En la recomendación IV, *“Garantizar la independencia y transparencia de las funciones que le son encomendadas al Comité de Auditoría y al Auditor Externo”*, correspondiente al principio IV, *“Salvaguardar la integridad de la información financiera con auditorías independientes”*, el Código de GS de la CNV hace mención al Comité de Auditoría interna que ninguna Pyme cuenta. Incluso las Pymes que están bajo el régimen especial de oferta pública de acciones y/o valores negociables están exentas de formar una Comisión Fiscalizadora, basta con que tenga un síndico. Por tanto, es necesario adaptar la recomendación para que lo que se garantice sea la función independiente ya sea la Comisión Fiscalizadora (y/o Consejo de Vigilancia) o del síndico, además del Auditor Externo.

En cuanto al principio V, *“Respectar el derecho de los accionistas”*, las seis recomendaciones podrían ser factibles de cumplimiento por parte de las Pymes: *“Asegurar que los accionistas tengan acceso a la información de la Emisora”*, *“Promover la participación activa de todos los accionistas”*, *“Garantizar el principio de igualdad entre acción y voto”*, *“Establecer mecanismos de protección de todos los accionistas frente a las tomas de control”*, *“Alentar la dispersión accionaria de la Emisora”* y *“Asegurar que haya una política de dividendos transparente”*. Probablemente, la recomendación una acción un voto o la de aumentar la dispersión accionaria, sean las más resistidas por parte una Pyme familiar, sobre todo en sus primeras etapas, ya que eso implicaría una pérdida de control por parte de la familia.

El principio VI, *“Mantener un vínculo directo y responsable con la comunidad”*, incluye la recomendación *“Suministrar a la comunidad la relevación de las cuestiones relativas a la Emisora y un canal de comunicación directo con la empresa”*, es plausible para una Pyme en lo que se refiere a tener un sitio web de acceso público. El Código de GS de la CNV también incluye en esta recomendación que la Emisora tenga un Balance de Responsabilidad Social y Ambiental (BRSA). Sobre este aspecto cabe

acotar que se debería agregar a la sugerencia que cuanto más grande la Pyme mayores serán las exigencias en la presentación del BRSA<sup>58</sup>.

El principio VII, *“Remunerar en forma justa y responsable”* tiene como recomendación *“Establecer claras políticas de remuneración de los miembros del Órgano 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 ganancia”*. El Código de GS de la CNV propone para cumplir con la recomendación un Comité de Remuneraciones, que para una Pyme sería una sobre exigencia por los mismos motivos que se adujeron para la no conformación de un Comité de Nombramiento. En esta recomendación, el Código de GS de la CNV enuncia una serie de funciones que tendría el Comité de Remuneraciones. Aquí se hace énfasis en una función que debiera tener especialmente en cuenta el directorio de una Pyme familiar a la hora de fijar las remuneraciones: la necesidad de que haya una clara relación entre desempeño del personal clave y su remuneración tanto para los no familiares como familiares.

Tanto la recomendación *“Garantizar compartimientos éticos en la Emisora”* del principio VIII, *“Fomentar la ética empresarial”*, como la recomendación *“Fomentar la inclusión de las previsiones que hacen a las buenas prácticas de buen gobierno en el Estatuto Social”* del principio IX, *“Profundizar el alcance del código”*, son adecuados para las Pymes.

---

<sup>58</sup> La Ley N° 2594 de BRSA Argentina sancionada por la Legislatura de la Ciudad de Buenos Aires en el 2008 no les exige a las empresas pequeñas la presentación de un BRSA. Su artículo 3° reza *“deberán presentar su BRSA las empresas que cuenten con más de TRESCIENTOS (300) trabajadores y asimismo tengan una facturación que supere en el último año los valores indicados para medianas empresas en la resolución SEPyME N° 675/2002”*.



## **Conclusiones**

La CNV modificó su Código de GS para las Emisoras que cuentan con autorización de oferta pública de sus acciones y ON. Las Pymes quedan exentas de cualquier requerimiento que haga a buenas prácticas, a pesar de que también acuden al ahorro público.

Reconocer la importancia de las prácticas de GS lleva a admitir la existencia de los conflictos de agencia. Para el caso de las Pymes el problema de agencia ocurre cuando un grupo de accionistas controlantes toma ventaja de su posición en perjuicio de los accionistas no controlantes. Se vio a lo largo del trabajo que los problemas de agencia que pueden surgir en las Pymes, particularmente familiares, es que la empresa responda a los intereses de la familia o grupo controlante o maximice la utilidad personal en vez de los beneficios de la firma, que se priorice la elección de familiares para los puestos gerenciales o directivos por sobre los más capaces, que la familia esté atravesando un período de inestabilidad, que deteriore el desempeño de la firma.

En vista de lo anterior, la adopción de prácticas de GS por parte de las Pymes permitiría desarrollar procesos de profesionalización en la toma de decisiones, mediante la implementación de reglas estatutarias que faculten mecanismos de selección y sistemas de compensación de directivos y gerentes y la creación de sistemas de control y reglas transparentes en el empleo de la información dentro y fuera de la empresa. Los conflictos de intereses entre los participantes de una empresa se reducirían, redundando en un mejor desempeño de la misma.

A pesar de las ventajas que trae aparejado un buen GS, las Pymes tienden a no considerarlo como algo esencial a su estructura de negocio. Con lo cual pierden atractivo frente a potenciales inversores, debiendo a la hora de buscar financiamiento externo acudir a avales que terminan incrementando su costo de financiación.

En este trabajo se ha hecho una propuesta de Código de GS para Pymes cotizantes acorde a su realidad. No sería aconsejable que estas empresas adoptaran el mismo Código que las grandes empresas pues podría terminar desalentando a las Pymes de integrar el mercado de capitales.

Es importante destacar, que en un caso hipotético de que se implementara las sugerencias propuestas en este trabajo se requeriría capacitar a las Pymes para que estén en condiciones de entender cabalmente aquella información que se les requiere. A su vez, el regulador debería tener en cuenta que bajo la modalidad de “cumple o explica” siempre puede haber una práctica alternativa que dé cumplimiento a la recomendación, y que no esté mencionada en el Código. De ahí la importancia de la capacidad analítica del evaluador en la interpretación de las respuestas y la supervisión de los mismos para garantizar la uniformidad de criterios a la hora de evaluar el cumplimiento o no de las recomendaciones del Código.

## Referencias bibliográficas

Aisa, Silvia (2007), Las Empresas Familiares, su perfil y potencialidad para incorporarse al comercio internacional, presentación en el Seminario *Internacionalización de las empresas familiares de la Región Centro*, Universidad Empresarial Siglo 21.

Ali, Ashiq. Tai-Yuan Chen y Suresh Radhakrishnan (2007), Corporate disclosures by family firms, *Journal of Accounting and Economics*, Vol 44, N° No. 1-2, p. 238-286.

Amit, Raphael y Belén Vilallonga (2006); How Do Family Ownership, Control, and Management Affect Firm Value?, *Journal of Financial Economics* 80, N° 2, p.385–417.

Anderson, Ronald y David Reeb (2003) Founding-Family Ownership, Corporate Diversification, and Firm Leverage, *Journal of Law and Economics*, Vol. 46, N° 2, p. 653–687.

Anzoategui, Diego y Maria Luisa Streb (2009); Gobierno Societario en Empresas no Financieras Argentinas, 2005-2007, Documento de trabajo N° 31, CEF.

Apreda, Rodolfo (2009), El estatuto de gobernancia para las empresas. ¿Cómo se vinculan los principios de gobernancia y las buenas prácticas? Revista UCEMA, N° 11.

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

Apreda, Rodolfo (2003), The Semantics of Governance: The common thread running through corporate, public, and global governance, Documento de trabajo N° 245, Universidad del CEMA.

Ayyagari, Meghana, Asli Demirgüç-Kunt y Vojislav Maksimovic (2010), Small vs. Young Firms across the World. Contribution to Employment, Job Creation, and Growth, Policy Research Working Paper N°, Banco Mundial.

Banco Mundial y OECD (2000), The Latin American Corporate Governance Roundtable, Informe Final.

Barugel, Ernesto (2005), La Governancia en las Empresas de Familia. Un Código de Buenas Prácticas para la Supervivencia, Documento de trabajo N° 291, Universidad del CEMA.

Barugel, Ernesto (2008), Un Código de Buenas Prácticas para la Supervivencia de la Empresa de Familia, Revista *Temas de Management*, Vol. VI: 17-22, Universidad del CEMA.

Bauer, Rob y Nadja Guenster (2003), Good Corporate Governance Pays Off! Well-Governed Companies Perform Better on the Stock Market, Documento de trabajo, University of Maastricht y Erasmus University.

Bebczuk, Ricardo (2007), Listing, Delistings, and the Primary Equity Market in Argentina, Documento de trabajo N° 16, CEF.

Black, Bernard (2001), “The Corporate Governance Behavior and Market Value of Russian Firms”. *Emerging Markets Review*, Vol. 2, N° 212, p. 89-108.

Black, Bernard, Hasung Jang y Woochan Kim (2006), Does Corporate Governance Predict Firms` Market Values? Evidence from Korea. *Journal of Law, Economics, and Organization*, Vol. 22, N°2, p.366-413.

Brenes, Esteban y Kryssia Madrigal (2008), Reglas del juego claras: la clave del éxito para la continuidad de la empresa familiar, Revista *Temas de Management*, Vol. VI, p.6-8, Universidad del CEMA.

CAF (2006), Lineamientos para un Código Andino de Gobierno Corporativo, Corporación Andina de Fomento.

CEF (2005), El Gobierno Corporativo en Argentina, Nota de Política N° 5, Centro para la Estabilidad Financiera.

Chhaochharia, Vidhi and Yaniv Grinstein (2007), Corporate Governance and Firm Value: The Impact of the 2002 Governance Rules, *The Journal of Finance*, Vol. 62, N° 4, p. 1789–1825.

Clarke, Thomas and Alice Klettner (2010), Governance Issues for SMEs, *Journal of Business Systems, Governance and Ethics*, Vol.4, N° 4, p. 23-40.

Dallas George. y Hal Scott (2006), Can one set of rules fit all? Mandating Corporate Behaviour, *The Corporate Governance Law Review*, Vol. 2, N° 2, p.117-144.

Dreux, Dirk (1990),; Financing Family Business: Alternatives to Selling Out or Going Public, *Family Business Review*, Vol. 3, N° 3, p. 225-243.

Easterbrook, Frank y Daniel Fischel (1996), *The Economic Structure of Corporate Law*, Harvard University Press, Massachusetts.

Echeandía, Jorge (2009), ¿Gobierno Corporativo en las PYMES?, Centro de Dirección Estratégica (<http://comunidadyempresa.blogspot.com.ar/2009/03/gobierno-corporativo-en-las-pymes.html>).

Eisenhofer, Jay y Gregg Levin (2005); Does corporate governance matter to investment returns?, *Bureau of National Affairs, Corporate Accountability Report*, Vol. 3, N° 57.

Elosegui, Pedro, Horacio Pozzo y Máximo Siangiácomo (2005), Argentina: el efecto de la crisis sobre la estructura de financiamiento de empresas de oferta pública, Documento de Trabajo N° 9, CEF.

Foerster, Stephen y Brian Huen (2004); Does Corporate Governance Matter to Canadian Investors?. *Canadian Investors Review*, Vol.17, N° 3, p.19-25.

Gabrielsson, Jonas y Morten Huse (2004). Corporate “Outside” Directors in SME Boards: A Call for Theoretical Reflections, Trabajo N° 18 presentado en el Grupo de Trabajo sobre Industria y Desarrollo Empresarial, Comité para el Desarrollo del Comercio, Industria y Empresa, Comunidad Económica Europea, 1 y 2 de abril.

Gilson, Ronald y Jeffrey Gordon (2003), Controlling Shareholders, Documento de trabajo N° 228, Columbia Law School.

Gompers, Paul, Joy Ishii y Andrew Metrick (2003); Corporate Governance and Equity Prices. *Quarterly Journal of Economics* Vol. 118, N°1, p. 107-155.

Martin de Holan, Pablo y Luis Sanz, L. (2006); Protected by the Family? How closely-held Family Firms protect Minority Shareholders, *Journal of Business Research*, Vol. 59, N°12, p.356-359.

Holmstrom, Bengt y Steven Kaplan (2003), The State of U.S. Corporate Governance: What's Right and What's Wrong? *Journal of Applied Corporate Finance*, Vol. 15, N° 3, p. 8-20.

IFC (2008); *Manual IFC de Gobierno de Empresas Familiares*, Corporación Financiera Internacional, Banco Mundial, Washington D.C.

Kaikkonen, Virpi., Jyrki Niskanen y Mervi Niskanen (2007), The Debt Agency Costs of Family Ownership: Firm Level Evidence on Small and Micro Firms, *Social Science Research Network*, Series de Documentos de Trabajo.

Kowalewski, Oskar, Ivan Stetsyuk y Oleksandr Talavera (2010), Influence of Founding-Family Ownership and Managerial Regime on Firm Performance: Evidence from Companies on WSE, *Family Business Review*, Vol. 23, N°1, p. 45-59.

Kappler, Leora y Inessa Love (2004), “Corporate Governance, Investor Protection and Performance in Emerging Markets”. *Journal of Corporate Finance*, Vol. 10, N°5, p. 703-728.

Lara, Pedro (2010), Cual es su opinión del uso de Gobierno Corporativo en las PYMES?, Encuesta realizada por la Dirección Posgrados Empresariales de la Universidad Panamericana Campus Guadalajara.

LAVCA (2008), Toolkit en Gobierno Corporativo para Empresas Cerradas y Familiares Latinoamericanas, Latin American Venture Capital Association.

Liang, Neng y Joanne Li (1999), Board Structure and Firm Performance: New Evidence from China’s Private Firms, trabajo presentado en la Academy of Management Annual Conference, Chicago, 7 y 10 de agosto.

Lubrano, Mike (2004), Gobierno corporativo en empresas con control familiar. Enfoque del valor agregado de la CFI, Corporación Financiera Internacional, Banco Mundial.

Perez-González, Francisco (2006); Inherited control and firm performance, *The American Economic Review*, Vol. 96: 1559-1588.

Persson, Svante, Coordinador (2006), Promover la supervivencia y competitividad de las empresas familiares de la región centro de Argentina, proyecto BID AR-M1020.

Pugliese, Amedeo & Wenstøp, Pingying Zhang (2007) Board members' contribution to strategic decision-making in small firms. *Journal of Management and Governance*, Vol.11, N° 4, p.383-404.

Romano, Clausio, George Tanewski and Kosmas Smyrniotis (2001); Capital structure decision making: a model for family business, *Journal of Business Venturing*, Vol: 16, N° 3, p. 285-310

Secondini, Hugo y María Luisa Streb (2010), La Banca: Un Vehículo para Mejorar el Gobierno Societario de las Empresas, Documento de trabajo N° 37, CEF.

Yacuzzi, Enrique (2005), A primer on governance and performance in small and medium-sized enterprises, Documento de trabajo N° 293, Universidad del CEMA.