

## TRABAJO FINAL DE GRADUACIÓN

### Tema a desarrollar

El tema que se desarrolló a lo largo de este trabajo corresponde a Corporate Governance.

Corporate Governance o Governancia Corporativa, *“trata del cumplimiento de principios, reglas o estándares en el manejo de las empresa, que, a la vez que permite el alcance de los objetivos corporativos y su permanente evaluación, constituye una plataforma de protección a los inversionistas. Es un conjunto de mecanismos e instrumentos de que disponen los administradores de las empresas, que al tiempo que les permite maximizar el valor de la empresa y de sus accionistas, reconocen y hacen posible el ejercicio de los derechos de accionistas, inversionistas y otros terceros con interés en la compañía (stakeholders), y establecen obligaciones y responsabilidades de las juntas directivas en aras del logro de tales derechos”*<sup>1</sup>

Esta política permite a las empresas contar con una estructura sólida, información confiable, y mayor transparencia y confianza a los ojos de los inversionistas.

### Objeto de estudio

Serán objeto de estudio del presente trabajo de graduación final las Pymes localizadas en la Ciudad de Córdoba.

En primer lugar, las Pymes en general cumplen un papel fundamental en la economía de nuestro país. Por ello, se considera importante analizar la viabilidad de aplicar las políticas de buen gobierno a las mismas. Si se tiene en cuenta que las

---

<sup>1</sup> [www.supervalores.gov.com](http://www.supervalores.gov.com) (fecha de consulta 11/03/2005)

Pymes representan aproximadamente el 62% del Producto Bruto Interno (PBI) y ocupa aproximadamente el 78% del total de los trabajadores<sup>2</sup>; se observará observaremos la relevancia de buscar nuevas herramientas para que se perfeccionen, en miras de su supervivencia y crecimiento.

## **Objetivo general del trabajo**

Analizar cómo la aplicación de políticas de buen gobierno puede favorecer a las Pymes a la hora de acceder al crédito bancario y a la cotización de obligaciones negociables.

## **Objetivos específicos**

- Analizar la situación actual de las Pymes en la Ciudad de Córdoba, en cuanto al acceso al crédito bancario; a través de la aplicación de diferentes teorías y fuentes secundarias.
- Analizar la posibilidad de las Pymes de ingresar al mercado bursátil, a través de la emisión de obligaciones negociables.
- Desarrollar un marco teórico general sobre Corporate Governance que permita a cualquier interesado capacitarse en el tema; en un lenguaje sencillo y de fácil comprensión.

---

<sup>2</sup> 2° CONFERENCIA MINISTERIAL DE LA OCDE SOBRE PyMEs, Exposición del Señor Subsecretario de la Pequeña y Mediana Empresa y Desarrollo Regional, Lic. Federico Poli, Estambul, 3 - 5 de junio de 2004



- Identificar las principales ventajas que representa para las Pymes de la Ciudad de Córdoba, la implementación de políticas de Corporate Governance.
- Desarrollar un conjunto de herramientas y procedimientos generales, que permitan la aplicación de Corporate Governance en las Pymes.

## **Metodología**

Para la mejor comprensión del presente trabajo, éste cuenta de cinco secciones.

### *Primera Parte*

En esta sección, encontramos el marco teórico sobre Corporate Governance. El objetivo es presentar sus principales directrices de manera clara y accesible. De esta forma, permitirá que cualquier interesado pueda comprenderlo.

Ésta se realizó a partir de la interpretación de bibliografía, artículos, entre otros.

### *Segunda parte*

El objetivo principal de esta sección, consiste en describir el panorama general de las Pymes en la Ciudad de Córdoba, en relación a las dificultades de acceso al crédito. A tal efecto se describieron diferentes teorías que permiten comprender cuáles son las principales variables en juego y la relación de las Pymes con las entidades financieras. Así mismo, se analizarán diferentes estudios realizados sobre la temática.

### *Tercera Parte*

Esta sección tiene como objetivo analizar la viabilidad del ingreso de las Pymes al mercado de capitales, a partir de la emisión de obligaciones negociables. Para ello, se realizó un detalle de los requisitos y condiciones que deben cumplir a partir de la legislación correspondiente. Además, se realizaron entrevistas a especialistas del tema, integrantes de la Bolsa de Comercio de Córdoba y del Mercado de Valores de Córdoba.

Cabe aclarar, que una gran cantidad de datos están basados en una Guía para la Emisión de Obligaciones Negociables Pymes desarrollada por la Dirección de Títulos de la Bolsa de Comercio de Córdoba. De igual manera, se utilizó información de otros trabajos que desarrollados por aquella institución a lo largo del año 2005.

#### *Cuarta parte*

Esta sección contiene una descripción de las principales ventajas que representan para las Pymes la implementación de políticas de Corporate Governance; específicamente a la hora de presentarse frente a los inversionistas. Trata de demostrar cómo estas políticas, permiten a la empresa mejorar su desempeño, contar con mayor información fiable y mantener un mayor control de sus operaciones.

#### *Quinta parte*

Una vez determinada la importancia y utilidad de las políticas de buen gobierno, se desarrollaron algunas propuestas generales para su implementación en las Pymes. De esta manera, las mismas cuentan con herramientas para llevar adelante este proceso.

# PRIMERA PARTE

# CORPORATE GOVERNANCE

## **Introducción**

Desde hace algunos años, el concepto de Gobierno Corporativo ha ido ganando protagonismo en el mundo empresarial. Cada vez más, las políticas de buen gobierno resultan fundamentales para la conducción de grandes empresas. Especialmente, luego de casos emblemáticos como Enron y Parmalat; la necesidad de contar con una mayor transparencia en la gestión de las organizaciones y con mecanismos de control de la misma se ha ahondado. La tendencia nos indica que los inversores requieren cada vez más, que las empresas sean confiables y aseguren sus objetivos de maximizar sus utilidades.

Si entendemos a la Governancia Corporativa como una serie de mecanismos que tienen como objetivo una correcta administración y control de una organización, con el propósito de alcanzar una mayor competitividad, transparentando su gestión y otorgando mayor confianza a sus inversores; coincidiremos en decir que su implementación pronto será condición necesaria para todas aquellas empresas que quieran asegurar su viabilidad y competitividad en mercados sumamente cambiantes y competitivos.

Cabe aclarar que los códigos de buenas prácticas son de aplicación voluntaria para las empresas; no constituyendo leyes en el sentido tradicional de la palabra. Simplemente son normas que las empresas pueden implementar, si así lo considerasen, en aras de una mayor transparencia y en consecuencia, resultando más atractivas para los inversores.

El propósito de esta sección, es desarrollar un marco conceptual sobre Corporate Governance. El objetivo es detallar los principios de la Governancia, de manera que cualquier particular pueda tener una idea acabada de su significado y contenido.

Es importante tener en cuenta que la mayor parte de la bibliografía sobre Gobierno Corporativo, fue desarrollada para ser aplicada principalmente en grandes empresas. Por tal motivo, nos encontraremos a lo largo de esta sección con conceptos tales como: sociedad anónima, accionistas, órganos de representación, asamblea de accionistas, inversionistas, entre otros.

Para la realización de esta etapa, el trabajo se basará principalmente en el concepto de Corporate Governance desarrollado por la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económico (OCDE). Además se tomarán como referencia diferentes documentos desarrollados por el Centro para el Estudio de la Governancia del Sector Público y del Sector Privado (CEGOPP) de la Universidad del CEMA.



## Governancia Corporativa: Concepto

El tema de Governancia Corporativa (GC), nace junto al concepto de la empresa moderna. Siempre que exista delegación de la toma de decisiones y de poder entre el propietario y administradores; existirán conflictos de intereses entre el principal (propietario del capital) y el agente (administrador a cargo de la gestión). Ya en 1776, Adam Smith reconocía estos conflictos en este tipo de firmas; donde quienes las administran no son los que aportan el dinero, por lo que no puede esperarse que contemplen los resultados de su accionar de la misma forma que lo harían los propietarios.

*“En 1976 Jensen y Meckling publican un artículo donde formalizan el problema de agencia y dan origen a la investigación moderna sobre GC en el ámbito económico. En su artículo, Jensen y Meckling (1976) establecen que un gerente (agente) cuya propiedad sobre la empresa que orienta es inferior al 100% tiene conflictos de interés con el propietario (principal) puesto que existen beneficios privados de control que son obtenidos por el gerente en desmedro de la riqueza de los propietarios.”<sup>3</sup>*

En 1999, la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económico (OECD) estableció un conjunto de principios de GC, basándose en la experiencia y punto de vista de sus países miembros. Estos principios se describen a partir de cinco áreas principales: los derechos de los accionistas, tratamiento equitativo de los accionistas, la función de los grupos de interés social en el gobierno de las sociedades, comunicación y transparencia informativa y las responsabilidades del consejo.

Podemos considerar por GC una serie de mecanismos, procedimientos y principios que se dictan para la correcta gestión y control de las empresas, con la finalidad de otorgarle a la misma mayor competitividad, concediendo mayor confianza a los

---

<sup>3</sup> Libro Blanco de Gobierno Corporativo. CONFECAMARAS. [www.gobiernocorporativo.com.co](http://www.gobiernocorporativo.com.co)

inversionistas a través de una administración transparente. Sus objetivos pueden entenderse como maximizar el valor de la empresa para los accionistas, resolver conflicto de intereses, mejorar la calidad de dirección y control, lograr una administración transparente, generar mayor confianza, que los administradores velen por los intereses de la empresa y los de los accionistas en su conjunto, entre otros.

El buen gobierno corporativo es una filosofía empresarial y un conjunto de procesos que permiten a las empresas medir los objetivos, retos y oportunidades; y, constantemente, encontrar el balance y dirección adecuado.

*“En general, entendemos por Governancia Corporativa un campo de aprendizaje y práctica, cuyos temas principales son:*

- *La búsqueda de principios, reglas y buenas prácticas que permitan a las organizaciones ser dirigidas eficientemente.*
- *El diseño de mecanismos de representación, modos legítimos del manejo de la autoridad, de la aplicación de reglas y procedimientos, responsabilidad, control, incentivos y estándares de rendimiento para ser aplicadas a las organizaciones.*
- *La búsqueda eficaz de metas y misiones que provienen de la carta fundacional y estatutos de la organización”*

Governancia Corporativa tiene como objetivos principales atraer capitales, proteger los derechos de los inversionistas y otros grupos de interés, asegurar una buena gestión y administración de las sociedades, fomentar la confianza en el mercado financiero, promover la competitividad, entre otros.

## El caso Enron y Governancia Corporativa

Enron era una empresa dedicada al negocio de la comercialización de energía, clasificada en el año 2001 como la séptima empresa en tamaño de Estados Unidos.

El caso Enron es una experiencia que merece su análisis, dado que se asocia actualmente a una de las más importantes debacles financieras y políticas. Se lo reconoce como el fraude financiero más importante de la historia de Estados Unidos.

Este acontecimiento tiene sus orígenes en el auge de las opciones de compra de acciones. *“La adquisición de una opción de compra (call) sobre un determinado título concede a su poseedor el derecho de comprarlo a un precio fijo, ya sea en una fecha futura predeterminada o antes de la misma”*<sup>4</sup>. En otras palabras, quien adquiere una *opción de compra de una acción*, adquiere el derecho de comprar esa acción a un precio fijo (predeterminado) hasta cierta fecha de vencimiento. Siempre que el precio de las acciones se incremente, al tenedor de esas opciones le convendrá ejecutarlas (comprar la acción) obteniendo una ganancia (por la diferencia entre el precio fijo y el valor real de mercado).

Enron, comenzó a otorgar este tipo de opciones a los ejecutivos como parte de su remuneración; con el objetivo de convertir a los mismos en “propietarios” de una porción de la compañía. Podemos pensar que la finalidad de ello, era conseguir mayor compromiso de los mismos en la gestión de la empresa dado que ellos eran sus “propietarios” también. Con el tiempo, esta modalidad de pago se extendió también a otros empleados de la empresa como parte de su remuneración.

Sin embargo, los altos ejecutivos de la empresa comenzaron a prestar mayor atención a sus propios intereses en desmedro de los intereses globales de la

---

<sup>4</sup> Luis Díez de Castro – Juan Mascareñas. *Ingeniería Financiera. La gestión en los mercados financieros internacionales*. Editorial Mc Graw-Hill. Madrid, España. [1994] (Pág. 127)

empresa. Enfocaron sus esfuerzos en lograr maximizar el valor de las acciones (ya que poseían opciones de compra de las mismas las cuales incrementan su beneficio siempre que aumente el valor de las acciones); en vez de encaminarse en busca de productividad, eficiencia y rentabilidad a largo plazo. Para ello inflaron los beneficios y “dibujaron” los resultados contables de la empresa. Los ejecutivos de la empresa se obsesionaron en maximizar su riqueza personal a través de la suba en el precio de la acción. Entre 1999 y 2001, los directivos se dedicaron a vender acciones de la empresa, mientras que los empleados por el contrario invertían sus jubilaciones en ellas.

A mediados del año 2001, el precio de las acciones en el mercado comenzó a caer; mientras se comenzaban a develar todos estos entretelones de la estafa que se estaba produciendo entre los ejecutivos de la corporación. Todos aquellos accionistas que no tenían conocimiento de esta situación, principalmente los empleados que habían invertido todos sus ahorros en acciones; perdieron su inversión. Cuando se pidió la quiebra de la empresa en el año 2001, las acciones de Enron no valían prácticamente nada.

Este caso nos permite resaltar la importancia de establecer principios de gobierno de las sociedades, de manera que no se perjudiquen en absoluto los derechos de los inversionistas. La transparencia y la confiabilidad de los datos, tanto financieros como no financieros de una empresa; es fundamental para el crecimiento sostenido de las organizaciones. Los intereses particulares de quienes toman las decisiones y gestionan las empresas, no pueden ni deben estar por encima de los intereses propios de los inversores. Éstos deben poder contar con bases sólidas que les permitan invertir su dinero con tranquilidad más allá de los riesgos propios del mercado.

## Corporate Governance en Argentina

En la Argentina, en los últimos años, se está reconociendo que la aplicación de buenas prácticas de gobierno; se está convirtiendo en un medio para aumentar la competitividad y la productividad y que pronto se convertirá en un requisito para las empresas.

En el año 2002, se formó el Instituto Argentino para el Gobierno de las Organizaciones (IAGO), mediante la firma de un convenio entre el Instituto para el Desarrollo Empresarial de la Argentina y la Fundación Empresaria para la Calidad y la Excelencia. Su objetivo principal es contribuir a aumentar el valor de las empresas a través de la implementación de mejores prácticas de gobierno.

Esta fundación elaboró un Código de Mejores Prácticas de Gobierno Societario para la República Argentina. *“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.”*<sup>5</sup>

## Principios de la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económico (OCDE)

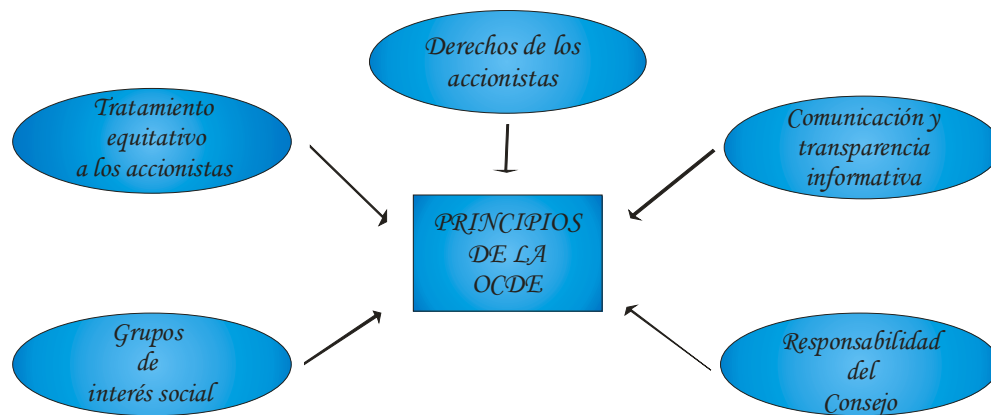
Según la OCDE, Governancia Corporativa *“involucra las relaciones entre la administración de la empresa, su directorio, sus accionistas y demás agentes económicos que mantengan algún interés en la empresa. El Gobierno Corporativo también provee la*

---

<sup>5</sup> Instituto Argentino Para el Gobierno de las Organizaciones. Código de Mejores Prácticas de Gobierno de las Organizaciones para la República Argentina (Archivo PDF) [2004]

*estructura a través de la cual se establecen los objetivos de la empresa, los medios para alcanzar estos objetivos, así como la forma de hacer un seguimiento a su desempeño."*

La OCDE desarrolló un conjunto de principios, normativas y lineamientos sobre gobierno corporativo en las sociedades. Entiende que la GC es fundamental para el buen desempeño de las organizaciones como fuente de crecimiento económico y de bienestar social. Reconoce la importancia de que las corporaciones tengan siempre en cuenta el factor social a la vez que alcanzan sus objetivos de rentabilidad.



*"Un buen régimen de gobierno corporativo ayuda a afirmar que las corporaciones utilizan su capital de manera eficaz. El buen gobierno corporativo ayuda además a asegurar que las corporaciones toman en cuenta los intereses de un amplio rango de componentes, al igual que para comunidades con las que operan, y que sus Juntas de Administración son responsables con la compañía y los accionistas. Ello ayuda a asegurar que las corporaciones operen para el beneficio de la comunidad. Ayuda a mantener la confianza de los*

*inversionistas –trátese de nacionales o extranjeros – y a atraer capitales estables y a largo plazo.”<sup>6</sup>*

#### *Los derechos de los accionistas*

Según el diccionario de la Real Academia Española, una acción es *cada una de las partes alícuotas en que divide el capital de una sociedad anónima*. Por su parte, accionista es definido como *el dueño de una o varias acciones en una compañía comercial, industrial o de otra índole*.

Por lo tanto, podríamos decir que los accionistas de una empresa son todas aquellas personas que aportan el capital necesario para que la empresa pueda financiar sus operaciones y sus proyectos; obteniendo a cambio la propiedad de una “parte” de la empresa. Como tales, tienen derecho a participar en las decisiones que se tomen con respecto a la misma; de manera tal que se “cumplan” sus objetivos de inversión. También tienen el derecho de participar en las utilidades y de acceder a toda la información sobre la sociedad y la representación en dicha sociedad por medio de su asistencia en las Juntas Generales de accionistas y su derecho al voto.

Dado que la cantidad de “propietarios” de una sociedad puede ser enorme, es prácticamente imposible que todos ellos al mismo tiempo, cotidianamente, gestionen la empresa de manera eficiente y con la rapidez necesaria en mercados tan cambiantes. Por lo tanto, se procede generalmente, a constituir un Consejo y un equipo de dirección. Éstos serán responsables de la conducción estratégica y la gestión de la sociedad. Sus miembros son elegidos por los accionistas, y deben velar por el cumplimiento de los objetivos de la empresa.

---

<sup>6</sup> **Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económico (OCDE).** *Principios de la OCDE para el gobierno de las sociedades.*(documento pdf) [1999]

Por tanto, los accionistas tienen derecho a participar de las decisiones que atañen al futuro de la empresa y emitir su opinión al respecto. Tienen oportunidad de hacerlo en las Asambleas o Juntas Generales de accionistas.

La Ley N° 19.550 de Sociedades Comerciales, establece que las sociedades deben formar un Órgano de Gobierno, el cual está constituido por la reunión de los socios o Asamblea. *“La Asamblea es la reunión de los socios convocada conforme a la ley, y es el medio técnico para que los socios expresen su voluntad, la que por ser una voluntad de la mayoría, la ley presume que traduce con mayor fidelidad los intereses sociales”*<sup>7</sup>

La citada Ley, establece que existen dos tipos de Asambleas:

- Asambleas ordinarias: a la que le corresponde considerar y resolver los siguientes asuntos:
  1. Balance general, estados de resultados, distribución de ganancias, memoria e informe del síndico, y toda otra medida relativa a la gestión de la sociedad que le compete resolver conforme a la ley y el estatuto, o que sometan a su decisión el directorio, el consejo de vigilancia o los síndicos.
  2. Designación y remoción de directores, síndicos y miembros del consejo de vigilancia, y fijación de su retribución.
  3. Responsabilidades de los directores y síndicos, y miembros del consejo de vigilancia.
  4. Aumentos del capital hasta el quintuplo.

---

<sup>7</sup> O'Donnell, Gastón Alejandro *Elementos de derecho empresarial*. Editorial Macchi. Buenos Aires [1995]



- Asambleas extraordinarias: a ella corresponde considerar sobre:
  1. Todos los asuntos que no sean competencia de la asamblea ordinaria
  2. Modificación del estatuto.
  3. Aumento de capital, salvo el supuesto aumento hasta el quíntuplo.
  4. Reducción y reintegro del capital.
  5. Rescate, reembolso y amortización de acciones.
  6. Fusión, transformación y disolución de la sociedad, nombramientos, remoción y retribución de los liquidadores; escisión; consideración de las cuentas y demás asuntos relacionados con la gestión de éstos en la liquidación social, que deben ser objeto de resolución aprobatoria de carácter definitivo.
  7. limitación o suspensión del derecho de preferencia en la suscripción de nuevas acciones.
  8. Emisión de debentures y su conversión en acciones.
  9. Emisión de bonos.

De esta manera, los accionistas tienen la posibilidad de ejercer sus derechos y expresar su opinión sobre todos los temas que atañen a la sociedad.

El primer principio que detalla la OCDE, entonces, trata de la necesidad de proteger los derechos de los accionistas. Si tenemos en cuenta que éstos representan la fuente de capital de las corporaciones, es elemental que la empresa inspire en ellos confianza, responda a sus requerimientos y alcance sus objetivos de inversión.

- Según la OCDE, los derechos básicos de los accionistas incluyen:
  1. Estipular los métodos de registro de la propiedad
  2. Traspasar o transferir las acciones
  3. Recabar información relevante sobre la sociedad de manera periódica
  4. Participar y votar en las juntas anuales de accionistas
  5. Designar a los miembros del Consejo
  6. Participar en los beneficios de la sociedad
  
- Los accionistas tienen derecho a participar y estar bien informados sobre todas aquellas decisiones que signifiquen cambios fundamentales en la empresa, como por ejemplo:
  1. Enmiendas a los estatutos, las escrituras de constitución u otro documento de gobierno de la sociedad
  2. La autorización para la emisión de nuevas emisiones de acciones
  3. Transacciones extraordinarias que deriven en la venta de la compañía
  
- Los accionistas tienen derecho a participar efectivamente en las Juntas Generales de Accionistas por medio del voto; debiendo tener conocimiento de su reglamentación y procesos de votación que rige en las mismas.
  1. Se debe proporcionar a los accionistas en forma regular de toda la información concerniente a la fecha, lugar y agenda de las mismas. También es esencial que cuenten con información periódica y detallada sobre todo lo sucedido en las diferentes Juntas Generales.

2. Es fundamental que todos los accionistas tengan acceso a realizar preguntas a la Junta y puntos a debatir, siempre dentro de la razonabilidad.
3. Que se respete su derecho a votar personalmente o por medio de un representante, y que éste tenga el mismo efecto y valor a que los demás votos emitidos de cualquier manera.

- *“Los mercados de control societario deben funcionar de una manera eficiente y transparente”.* Todas las transacciones tanto ordinarias como extraordinarias de la sociedad en los mercados de capitales, debe ajustarse a sus reglamentaciones. Las transacciones extraordinarias en particular (fusiones, ventas sustanciales de activos, etcétera), deben llevarse a cabo en condiciones justas y equitativas. En todo momento deben ser correctamente informadas de manera que los accionistas comprendan sus derechos.
- Tanto los accionistas como los demás inversores institucionales, deben tener en cuenta tanto los costos como los beneficios derivados del ejercicio efectivo de su derecho a votar.

#### *Tratamiento equitativo de los accionistas*

La tranquilidad de los inversionistas de que su dinero se utiliza para conseguir el crecimiento sostenido de la sociedad, y que se encuentra protegido de la malversación<sup>8</sup> o apropiación indebida por parte de los responsables de la gestión de la empresa, ya sea del Consejo o de la dirección; o accionistas mayoritarios, es

---

<sup>8</sup> Malversación: Delito que cometen las autoridades o funcionarios que sustraen o consienten que un tercero sustraiga caudales o efectos públicos que tienen a su cargo.

un factor muy relevante en los mercados de capitales. El Consejo, la dirección y los accionistas mayoritarios pueden pretender realizar diferentes actividades en beneficio propio, contrarias a los intereses de los accionistas minoritarios (tanto nacionales como extranjeros).

Este principio hace referencia a que el marco del gobierno de las sociedades debe asegurar para todos los accionistas, incluidos los minoritarios y los extranjeros; un trato equitativo. Todos ellos tienen derecho a que se vele por sus intereses y, en caso de violación de sus derechos, se los repare. Discute aquellos casos en que la dirección o el Consejo posean negocios o relaciones de diferentes naturalezas que se deriven en la realización de ciertas transacciones, en las que se privilegien intereses personales y no los intereses de todos los dueños de la compañía. Reconoce los conflictos de intereses entre los propietarios y la administración, que se suscitan a lo largo de la representación por parte de esta última. Prohíbe la tenencia de información “confidencial” que sirva de base para tomar ciertas decisiones que benefician únicamente a sus poseedores, en menoscabo de los demás inversionistas.

Por lo tanto, deben existir mecanismos que permitan a los accionistas reclamar por sus derechos, sin que esto resulte costos o excesivamente complicado.

● *“Todo accionista de su misma categoría debe ser tratado con equidad”*

1. Con respecto al derecho al voto, todos los accionistas deben tener la posibilidad de votar sea cual fuere su categoría. Así mismo, deben contar con toda la información pertinente acerca de las condiciones del voto antes de la adquisición de las acciones y sus modificaciones posteriores.

2. La emisión de los votos, debe hacerse estrictamente bajo las condiciones y voluntad de los accionistas propietarios de las mismas.
  3. *“Los procesos y procedimientos de las Juntas Generales de accionistas deben permitir el trato equitativo de todos los accionistas”*. Los procesos de la corporación deben ser de manera tal que no resulte difícil ni costoso la emisión de votos.
- Todo acto contrario a este derecho debería estar prohibido, como por ejemplo la tenencia de información privilegiada y las negociaciones abusivas.
  - Todo conflicto de intereses que se suscite, debe ser informado por los miembros del Consejo y de la dirección; con respecto a todo acto que afecte a la sociedad.

#### *La función de los grupos de interés social en el gobierno de las sociedades*

Como grupos de interés social (stakeholders, en idioma inglés) podríamos nombrar a los inversionistas, los empleados, los proveedores, a los acreedores, entre otros. Éstos, resultan fundamentales para el éxito de la organización, ya que éste depende de un trabajo en equipo que comprenda los aportes de todos ellos. Muchos autores afirman que el capital más valioso que tiene una empresa son sus recursos humanos; son quienes aportan su esfuerzo, capacidad, conocimiento, etcétera; para el cumplimiento de los objetivos de la organización. Así mismo, los inversionistas son sumamente importantes, ya que el capital es fundamental para llevar el proyecto de la empresa adelante. Los proveedores tienen, también, una relevancia fundamental, ya que de ellos depende en parte, el correcto desenvolvimiento de las actividades de la empresa en su búsqueda de valor.

Por todo esto, es importante que las sociedades reconozcan su significativa participación en la formación de empresas rentables y competitivas. Siempre que la empresa fomente la creación de valor y la cooperación con los grupos de interés social, contará con un beneficio a largo plazo. Si las sociedades se preocupan por los intereses de éstos y tienen en cuenta sus aportes al éxito de la empresa; de cierta forma se estará velando al mismo tiempo por los intereses de la sociedad misma.

Toda corporación debe reconocer los derechos de los grupos de interés social, fomentando la cooperación activa entre la empresa y estas entidades; con la finalidad de promover el empleo, la riqueza y lograr que las corporaciones sean financieramente sólidas.

- Los derechos de los grupos de interés social estipulados por ley<sup>9</sup>, deben ser resguardados y respetados por las sociedades.
- Cualquiera de estas entidades tiene la facultad de obtener reparación efectiva de sus derechos en caso de ser vulnerados, siempre que estén protegidos por ley.
- La sociedad debe implantar diferentes mecanismos que fomenten la participación de los mismos.
- Siempre que estos grupos tengan participación en el proceso de gobierno de la sociedad, tiene derecho a acceder a información relevante. De esta forma podrán cumplir con sus responsabilidades.

---

<sup>9</sup> Derecho laboral, mercantil, contractual, etcétera.

### *Comunicación y transparencia informativa*

La comunicación y la revelación de información cumplen un papel importantísimo en las prácticas de buen gobierno. El cumplimiento de algunos de los demás principios de GC, dependen de manera directa del cumplimiento de éste. Siempre que el accionista cuente con la información necesaria, su voto será aún más representativo de la realidad de la empresa y de lo que es mejor para ella. Es importante que la información sea clara, oportuna y confiable. Tener este tipo de información permite tomar mejores decisiones. Así mismo, el trato equitativo de los accionistas se facilita si todos ellos, tanto mayoritarios como minoritarios, nacionales como extranjeros; poseen la misma información.

Se suele requerir la presentación pública de esta información (estados contables, balance, memoria, etcétera) como mínimo anualmente, aunque para ciertos tipos de organizaciones deben hacerlo de forma trimestral o semestral. Estos informes facilitan el acceso a datos que permiten evaluar la gestión de la empresa, analizar su rentabilidad y estructura patrimonial por parte de los propietarios o inversores potenciales, ayudar a evaluar los riesgos derivados de la concesión de créditos a la empresa, efectuar proyecciones hacia el futuro sobre la evolución de la empresa, entre otros fines.

En su libro *Estados Contables en Sociedades por acciones*<sup>10</sup>, Fortini y Newton, propone una serie de requisitos con que debería contar todo tipo de información respecto de la empresa, algunos de ellos son:

- Relevancia: la información debe satisfacer razonablemente las necesidades del receptor, mediante la comunicación de los hechos sobresalientes de mayor significatividad

---

<sup>10</sup> **Hernando L. Fortini – Enrique Fowler Newton.** *Estados contables de sociedades por acciones.* Editorial Los Cardales S.A. Argentina [1978] (Pág. 19-21)

- Objetividad: la información debe tender a presentarse, en el mayor grado posible, de manera que exprese los acontecimientos tal como son, sin deformaciones por subordinación o condiciones particulares del emisor
- Oportunidad: la información debe emitirse en tiempo y lugar conveniente para el usuario
- Claridad: la información debe ser inteligible, fácil de comprender y accesible
- Suficiencia: la información debe ser apta y conveniente para los requerimientos del usuario
- Prudencia: la información debe expresarse con cautela y precaución. El informante debería ubicarse entre la reflexión y la previsión, tendiendo a evitar los riesgos que podrían emanar de la información que comunica.
- Verificabilidad: la información debe permitir su comprobación mediante demostraciones que la acrediten y confinen
- Confiabilidad: la información debe prepararse conforme a normas y reglas que le otorguen el carácter de creíble
- Practicabilidad: la información debe reunir los atributos necesarios que permitan su utilización

Un sistema de información sólido, puede resultar en una ventaja importante a la hora de atraer capitales, otorgando mayor confianza y disminuyendo la percepción de riesgo de los inversionistas. Permite que estos últimos puedan monitorear periódicamente el accionar de la empresa, su capacidad de generar flujos de efectivo, su toma de decisiones, entre otros. La información insuficiente puede



llegar a obstaculizar el acceso al capital, convirtiéndolo en algo muy costoso y de difícil obtención.

No se pretende que las organizaciones revelen todo tipo de información, de modo que puedan perjudicarlas competitivamente o puedan significar cargas administrativas o financieras desproporcionadas. Se pretende que, como mínimo, se revele toda aquella información cuya omisión o presentación incompleta o errónea, pueda influir de manera significativa en las decisiones económicas y de inversión que tomen sus usuarios.

El marco de gobierno de la sociedad debe asegurar el acceso a información confiable y transparente de manera periódica; acerca de todos aquellos aspectos que tengan que ver con el accionar de la sociedad, incluidos: *“...la situación financiera, la propiedad y el gobierno de la sociedad.”*

- Sin ser una enumeración taxativa, la comunicación de la sociedad debe incluir:
  1. Los resultados financieros y de explotación de la empresa (balance de situación, estado de resultados, estado de evolución del patrimonio neto, estado de flujo de caja, notas sobre los estados financieros, memoria, entre otros)
  2. Los objetivos de la empresa (políticas, objetivos ambientales, compromisos públicos, etcétera)
  3. La participación mayoritaria y el derecho a voto (composición de la estructura de capital)
  4. Los miembros del Consejo y los directivos claves y sus remuneraciones

5. Los factores de riesgo material previsible (riesgos del sector, riesgo de la tasa de interés, riesgos relacionados con la responsabilidad medioambiental, etcétera)
  6. Las cuestiones materiales referentes a los empleados y otros grupos de interés social que puedan afectar el rendimiento de la compañía (programas de desarrollo, de capacitación, sistemas de calidad, etcétera)
  7. Las estructuras y políticas de gobierno corporativo (información sobre la estructura, políticas de gobierno y distribución del poder de la empresa)
- 
- En la preparación, presentación y control de esta información, se deben respetar todos aquellos estándares contables y de calidad, de descripción de riesgos financieros y no financieros y de auditoría. De esta manera se facilitará el control por parte de los inversores al proporcionárseles informes confiables e incrementar su comprensión sobre las políticas de la empresa.
  - La auditoría anual debe llevarse a cabo por una empresa independiente a la sociedad, de manera de asegurar la objetividad y transparencia de los datos.
  - Toda esta información debe ponerse a disposición de los accionistas por canales de divulgación que no resulten costosos o de difícil acceso para sus usuarios. También deben respetarse los tiempos y los contenidos.

### *Las responsabilidades del Consejo*

Los procedimientos y la estructura del Consejo varían de un país a otro. Podemos encontrarnos con Consejos duales donde uno cumple la función de gestión y uno de supervisión. Otros países cuentan con Consejos únicos, que se componen tanto de miembros ejecutivos como no ejecutivos.

Los principios de la OCDE tratan de ser lo suficientemente flexibles y generales como para que puedan ser aplicados a cualquier tipo de estructura de Consejo encargada del gobierno de las sociedades.

En general los órganos de la sociedad están encargados de la supervisión del equipo directivo y tiene como finalidad asegurar el cumplimiento de los objetivos de los inversionistas. Es importante que sus miembros cuenten con un cierto grado de independencia con respecto a la dirección, de esta manera podrán cumplir con sus responsabilidades de manera eficiente. Algunas de las funciones fundamentales que debe llevar a cabo son:

- Desarrollar, dirigir y supervisar la estrategia corporativa, los principales planes de acción, cuál va a ser la política de riesgo a seguir, los presupuestos anuales y la planificación. Así mismo, deben establecer los objetivos sobre los resultados, realizar el seguimiento de ellos; supervisando los principales gastos, adquisiciones y enajenaciones de capital.
- Supervisión y arbitraje de los posibles conflictos de intereses que se susciten entre la administración, los miembros del Consejo y los accionistas.
- Selección, remuneración y control de la dirección; y en caso de ser necesario, de la sustitución de la misma. Deben asegurarse de que la

elección de los miembros de la dirección se realice de la manera más transparente y formal posible.

- Garantizar la confiabilidad e integridad de los sistemas de información de la empresa, como de sus estados contables y financieros. Están a su cargo los sistemas de control de las actividades llevadas a cabo y deben asegurar que se realice una auditoría independiente, que fiscalice la veracidad de los datos.
- Supervisar el proceso de comunicación, la política de información y los medios más idóneos para su divulgación.

En la Argentina, el Consejo está formado por dos órganos: el órgano de administración y representación (Directorio) y el órgano de fiscalización (Sindicatura o Consejo de Vigilancia).

El Directorio cuenta con todas las facultades de administración necesarias para el cumplimiento de la misión de la sociedad y los objetivos sociales. Tiene a su cargo la ejecución de las decisiones de la Asamblea y tiene la capacidad de elegir y dirigir al personal (salvo disposición en contrario en el estatuto de la sociedad).

La Sindicatura corresponde a un órgano permanente de la sociedad, cuyas funciones son desempeñadas por uno o más funcionarios elegidos por los accionistas. Tienen a su cargo la fiscalización de la administración de la sociedad.

El Consejo de Vigilancia está formado por accionistas designados por la Asamblea. Su creación deberá estar constatada en el estatuto de la sociedad si así se considera. Tienen a su cargo la fiscalización de la gestión del Directorio, la convocación a la asamblea, elegir los integrantes del Directorio si así lo establece el estatuto, presentar a la Asamblea su opinión sobre la actuación del Directorio y de los estados contables, vigilar la ejecución de las decisiones, entre otros. “Cuando el

*estatuto organice el Consejo de Vigilancia, podrá prescindir de la Sindicatura, la cual será reemplazada por una auditoria anual.”<sup>11</sup>*

Según la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económico (OCDE):

- Los miembros del Consejo deben desempeñar sus funciones contando con información fiable y suficiente, actuando de buena fe, teniendo los cuidados y la diligencia necesaria, respetando siempre los intereses de los accionistas y de la sociedad en su conjunto.
- Debe actuar siempre de manera justa, sin privilegiar a ningún tipo de accionistas en particular. Debe velar por los intereses de la sociedad en su conjunto.
- Debe siempre asegurarse del cumplimiento de la ley, teniendo en cuenta los intereses de todas las entidades participantes de la empresa.
- Debe realizar ciertas funciones claves mínimas, estipuladas en la legislación interna de cada país y los estatutos de las sociedades.
- Debe mantener un grado de independencia que le permite ejercer un juicio objetivo sobre los asuntos de la empresa en general y de la dirección en particular.
- Deben reconocer y atender los conflictos de intereses que puedan presentarse.
- Deben tener acceso a toda la información necesaria para llevar adelante sus responsabilidades. Esta información debe ser precisa y presentarse en forma regular.

---

<sup>11</sup> O'Donnell, Gastón Alejandro *Elementos de derecho empresarial*. Editorial Macchi. Buenos Aires [1995]

Este principio reconoce la importancia de la actuación de todos los órganos de la sociedad. Es importante ya que de éstos depende, en gran parte, el futuro de la organización. Su actuación debe estar orientada siempre al aseguramiento del cumplimiento de los derechos de los accionistas, y la consideración de los intereses de los grupos de interés social.

## Metas Generales de Corporate Governance



- **Agregar Valor:** la Junta Directiva debe tener como principal objetivo la creación de valor para los accionistas. Sus decisiones deben estar orientadas a la consecución de proyectos con valor añadido, manteniendo un equilibrio entre los intereses personales y los de la compañía.
- **Planificación:** es fundamental que las estrategias estén claramente definidas y enfocadas a los objetivos. De esta manera, los directivos tendrán “marcado el camino que deben transitar”. La planificación

permite visualizar los posibles obstáculos y contratiempos posibles y planificar planes de acción en consecuencia. Permite disminuir los riesgos.

- Crecimiento y rentabilidad
- Entender los riesgos y contingencias del negocio: tener una clara visión de los riesgos a los que se enfrenta la empresa, tanto externos como internos.
- Procesos de control interno: permitirán monitorear e desempeño de la empresa, de los directivos, etcétera; e identificar las desviaciones posibles y actuar en consecuencia.
- Atraer y retener personal con talento
- Atraer capitales: fomentar la confianza en los mercados financieros de manera que la empresa, se encuentre mejor posicionada a la hora de solicitar fondos para llevar adelante sus proyectos de inversión. Promover la inversión por medio de la transparencia.

## **Definición de Governancia en el sector privado y conceptos importantes**

Además de los principios de la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económico (OCDE), muchos otros autores han explorado el tema de la Governancia Corporativa. Por ejemplo, Rodolfo Apreda en su libro *Mercado de Capitales, Administración de Portafolios y Corporate Governance* (Apreda, 2005); define a la Governancia Corporativa del Sector Privado como:

*“Por Governancia del Sector Privado se entiende la Governancia de las corporaciones y de cualquier otro tipo de organización en el sector privado (incluyendo empresas del Estado) cuyos principales temas son los siguientes:*

- *Carta fundacional de la organización, los estatutos y códigos de buenas prácticas*
- *Estructura de propiedad*
- *Directorios; 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 salvaguarda para los inversores*
- *Conflictos de intereses entre los gerentes, los acreedores, los propietarios y otros stakeholders*
- *Desempeños e incentivos para la alta gerencia*
- *“Búsqueda de rentas oportunistas” (rent seeking) y “complaciente dispendio presupuestario” (sofá-budget constraint)*
- *Producción y oportuna divulgación de la información (transparencia) a los mercados, los reguladores y los stakeholders*
- *Compromiso y responsabilidad (accountability) hacia reguladores y stakeholders*
- *Agentes reputacionales (gatekeepers) privados públicos y globales*
- *Restricciones institucionales a nivel nacional e internacional, a través del sistema jurídico, las regulaciones y convenciones, así como los procedimientos de aplicación de la ley”<sup>12</sup>*

---

<sup>12</sup> **Apreda, Rodolfo.** Mercado de Capitales, Administración de Portafolios y Corporate Governance. Editorial La Ley. Buenos Aires, Argentina [2005]



En esta definición, encontramos un conjunto de conceptos importantes a tener en cuenta al momento de pensar en Corporate Governance:

- Códigos de Buenas Prácticas
- Conflicto de intereses
- Stakeholders
- “Búsqueda de rentas oportunistas” (rent seeking)
- “Complaciente dispendio presupuestario” (soft-budget constraint)
- Accountability
- Gatekeepers

Los **Códigos de Buenas Prácticas**, permiten a las organizaciones visualizar las normas, directrices y reglas de juego que forman parte de su estructura de gobierno corporativo en el día a día. Rodolfo Aprea los define como: *“un conjunto de reglas de conducta que permiten a una estructura de Governancia específica tener efectos observables en la realidad, estableciendo compromisos y responsabilidades.”* De igual manera, recomienda que estén basados en la estructura de Governancia subyacente, diseñarse de acuerdo a los principios de la sociedad, respetando la ley y ser operacionales de manera que permita su monitoreo y tengan la flexibilidad suficiente para adaptarse a las condiciones particulares de la empresa a través del tiempo.

El concepto de **Rent Seeking** hace referencia a todos aquellos recursos que son asignados deliberadamente en perjuicio de la sociedad, en beneficio de intereses individuales y oportunistas.

**Soft Budget Constraint** hace referencia a aquellas organizaciones que no cuentan con una disciplina financiera y cuentan con presupuestos sin restricciones. Rodolfo Aprenda presenta como ejemplo organizaciones que no son rentables y exhiben un deterioro tanto en su gerenciamiento como en sus relaciones con acreedores; a pesar de sus reiterados fracasos, el gobierno o los acreedores las rescatan de su situación. No responden a una disciplina presupuestaria responsable en miras a futuros flujos de fondos que permitan “salvar la situación”.

**Accountability** es considerado un tema central de la Governancia Corporativa. Rodolfo Aprenda la define como *“una relación entre dos partes que puede descomponerse en dos niveles complementarios de realización o ejercicio, el primero antes que los hechos tengan lugar, el segundo a medida que los acontecimientos se desarrollan, hasta el momento que se completa la relación:*

1. *ejercicio ex ante: una de las partes se compromete a hacer algo en beneficio de la otra;*
2. *ejercicio ex post: por el cual la misma parte es responsable por el desempeño de su compromiso ante la otra parte.”*

En otras palabras, accountability hace referencia a una relación de compromiso, responsabilidad y respuesta. Los responsables de dirigir el futuro de la organización deben ser responsables de su accionar y responder ante cualquier eventualidad o situación derivada de sus decisiones; deben *“hacerse cargo de su ejecución y sus consecuencias”*.

Los **Gatekeepers**, también llamados guardianes o agentes reputacionales, son todas aquellas personas o instituciones que tienen como objetivo velar por los derechos de los Stakeholders. Ejemplo de ello encontramos a las auditorías, organizaciones de defensa del consumidor, bancos de inversión, organizaciones internacionales, entre otros.

## **Corporate Governance y empresas familiares**

Las empresas familiares se caracterizan por ser su fundador o sus descendientes quienes controlan la empresa y las decisiones estratégicas y, además, participan activamente en la gestión del negocio. Esta combinación “familia-empresa” genera, normalmente, conflictos propios de las empresas de familia que pueden afectar su crecimiento y rentabilidad en el largo plazo. Por ejemplo, conforme la organización madura y las estructuras de gobierno se vuelven más complejas, el fundador puede encontrarse con conflictos a la hora de gestionar los recursos humanos. En muchos casos, se dificulta adoptar una postura clara y eficiente sobre cuál es el mejor criterio para seleccionar, evaluar y remunerar a cada integrante de la familia según sus habilidades y capacidades técnicas. En otros casos, quién ostenta poder de decisión puede utilizarlo para beneficiar a cierto grupo de “parientes” en menoscabo de los objetivos de la organización.

Por ello, el gobierno de las empresas de familia merece un análisis particular con el objetivo de incorporar estructuras de gobierno que permitan disminuir los conflictos de intereses.

Si bien en una primera etapa las empresas de familia enfrentan menores conflictos de interés puesto que la propiedad, la gestión y el control se encuentran en manos de su fundador; conforme la empresa va creciendo y se incorporan nuevos socios (hijos, sobrinos, etcétera), los conflictos se agravan. Muchas veces estos “nuevos socios” no cuentan con la capacitación necesaria para llevar adelante una empresa, no les interesa el negocio, tienen opiniones y objetivos diferentes a los de la organización, etcétera. En otras palabras, conforme la empresa crece y requiere mayores inversiones, los conflictos de intereses se agudizan. En muchos casos, los conflictos familiares se trasladan a la organización provocando un freno en el crecimiento y un deterioro de la estructura organizacional.

Más aún, cuando las empresas logran llegar a la madurez y son presionadas por los constantes avances tecnológicos y comerciales se necesitará disponer de los fondos necesarios. Además, en muchos casos se requerirá incorporar personal con nuevas habilidades y calificaciones. Por lo tanto, el crecimiento demandará en muchos casos, incorporar personas ajenas al seno familiar, tanto a nivel técnico como a nivel financiero.

El relevo generacional entre el fundador de la empresa y sus herederos es determinante para el éxito o la mortalidad de la organización. Por ello, la planificación de la sucesión de la empresa a los descendientes del fundador, se convierte en un punto crítico para la continuidad de la empresa y para evitar los conflictos de intereses asociados. Los acontecimientos que pueden llevar este cambio al fracaso son innumerables. Uno de ellos, puede estar representado por el desinterés de los descendientes por la continuidad de la empresa, sumado a su falta de capacitación y los conflictos de intereses provocados por desacuerdos entre las personas implicadas. La planificación de la sucesión, la búsqueda de personas capacitadas para la dirección futura de la empresa en caso de que los herederos no estén interesados en continuarla y la capacitación y profesionalización de los descendientes que sí estén interesados en quedar a cargo de la continuidad de la empresa, son factores claves para el éxito y deben preverse con anticipación.

Asimismo, si el fundador desea que la organización sobreviva en el largo plazo, deberá planificar y organizar las relaciones “familia-empresa” dentro de la organización.

Carmen Galve Górriz, en su trabajo “Propiedad y gobierno: la empresa familiar”<sup>13</sup> propone que las empresas de familia constituyan ciertos órganos e instrumentos que le permitan solucionar éstos problemas:

#### *El protocolo familiar*

El protocolo familiar es un instrumento formal que confeccionan los integrantes de la familia, que contiene los parámetros de dirección, gestión y control de la organización y las relaciones de familia. Carmen Galve Górriz define al protocolo familiar como *“acuerdo macro firmado entre familiares y socios de una misma empresa que regula la organización y gestión de la misma, así como las relaciones económicas y profesionales entre la familia, la propiedad y la empresa con el objetivo de garantizar la viabilidad y continuidad de la empresa en manos de la familia propietaria”*. En definitiva, es un documento que recopila “las reglas de juego” que debe seguir la empresa en cuanto a su estructura empresa-familia.

El protocolo familiar debe estar orientado a conseguir el objetivo último de la empresa: la creación de valor. Es necesaria la participación en su confección de una persona ajena a la familia y capacitada para mantener la objetividad. Su contenido dependerá de la estructura propia de la organización y de la etapa de crecimiento en la que se encuentre. Sin embargo, básicamente debería contener los siguientes temas:

- Determinación de los órganos de gobierno, sus roles, funciones, capacidades y responsabilidades.

---

<sup>13</sup> **Galve Górriz Carmen;** *Propiedad y gobierno: la empresa familiar*; Ekonomiaz N° 50; 2º cuatrimestre 2002; Universidad de Zaragoza. (Archivo pdf)

- Reglas y principios sobre la incorporación de familiares a los distintos puestos ejecutivos, habilidades y calificación necesaria y sistemas de remuneración.
- Criterios de interpretación, las normas para la resolución de conflictos, el procedimiento para su modificación, la duración y las condiciones de prórroga. En algunos casos se implementan sistemas de sanción en caso de incumplimiento.
- Cultura y valores.
- Normas de control y supervisión de la gestión.
- Sucesión. Planificación, búsqueda de candidatos idóneos para los cargos directivos dentro o fuera de la familia, capacitación y profesionalización.

La importancia de contar con un protocolo de familia radica en que se tendrá una visión objetiva sobre las políticas que posteriormente derivarán en estrategias, permiten reducir los conflictos entre los interesados, encamina la empresa hacia intereses conjuntos y no personales, entre muchos otros.

#### *La Asamblea Familiar*

La Asamblea Familiar tiene como objetivo mantener la cooperación y la armonía familiar. Carmen Galve Górriz la define como *“un órgano de gobierno de carácter informativo y no decisorio que aglutina a todos los miembros de la familia a partir de una cierta edad, trabajen o no en la empresa y sean o no propietarios de la misma”*.

El fundamento de esta Asamblea es reunir a la familia por lo menos una vez al año y explicar a sus integrantes la visión de la empresa, las estrategias que se

desarrollan, entre otros. Es de carácter principalmente cultural y tiene como fin último lograr una unión familiar y un sentido de pertenencia.

#### *El Consejo de Familia*

Por su parte, el Consejo de Familia es un órgano cuya finalidad es monitorear el cumplimiento del protocolo, asegurar que la Asamblea de familia se reúna y cumpla su función de unión y cooperación, evaluar las futuras incorporaciones de “jóvenes familiares” a la organización, etcétera. Carmen Galve Górriz lo define como *“es el órgano de carácter decisorio de la familia empresaria que regula su funcionamiento y sus relaciones con la empresa, y en cuyo seno se discuten tanto los problemas del presente como del futuro de la familia empresaria.”* Sus miembros deberán ser elegidos por la Asamblea de Familia y deberían ser seleccionados de acuerdo a su capacidad para llevar adelante tales funciones.

Debe estar orientada a lograr el diálogo y el consenso entre los familiares para evitar y/o solucionar los conflictos que afloren.

Este conjunto de órganos tiene como objetivo posibilitar la participación de los familiares sin afectar directamente la conducción y crecimiento de la organización. Funcionan como complemento de los órganos de propiedad y gestión de las empresas (Asamblea de Accionistas y Directorio). Por su parte, la Gerencia se recomienda que sea desempeñada por una persona ajena a la familia que cuente con la capacitación, aptitud, preparación y habilidades necesarias para llevar adelante en el día a día los negocios, en cumplimiento de los intereses de los propietarios y enfocado en la creación de valor.

**SEGUNDA PARTE**

**LAS PEQUEÑAS Y MEDIANAS**

**EMPRESAS**

**EN BUSCA DEL CRÉDITO**

**BANCARIO**



## **Introducción**

Las pequeñas y medianas empresas cumplen un papel fundamental en muchas economías del mundo. En la mayoría de los casos, representan el motor de crecimiento de un país, además de ser una de las principales fuentes de empleo. Por otro lado, es innegable su creciente importancia como generadoras de exportaciones.

En nuestro país, las Pymes representan uno de los pilares de la economía. Esta importancia se les atribuye, no sólo por la gran cantidad de establecimientos que existen, sino también por su capacidad de generar empleos.

Sin embargo, este segmento empresarial encuentra grandes obstáculos para su desarrollo. En la determinación del crecimiento de las Pymes, es de vital importancia el acceso a diferentes recursos: financiamiento, tecnología y personal y una administración calificada, entre otros.

El financiamiento es uno de los principales recursos que demandan las Pymes. Su viabilidad y sustentabilidad depende en gran medida de este factor. No obstante, a la hora de solicitar fondos, la gran cantidad de exigencias y la imposibilidad de cumplirlas en la mayoría de los casos; representan un verdadero problema para la supervivencia de las mismas.

La presente sección tiene como objetivo profundizar sobre esta problemática, analizando cuáles son las principales debilidades de las Pymes a la hora de solicitar fondos para su desarrollo y crecimiento. En particular, se estudiará el acceso al crédito bancario y los factores que determinan su relación con las entidades bancarias.

## **Las pequeñas y medianas empresas**

La importancia de las Pymes en la economía de un país se basa en diferentes aspectos. Presentan como una de sus características la flexibilidad, necesaria para competir en mercados cambiantes. Son importantes empleadores, mantiene una relación estrecha entre empleador y trabajador, lo cual conduce a mejores relaciones sociales; proveen a empresas de mayor envergadura; son contribuyentes impositivos, aportan a la productividad global, permiten que haya menor concentración de la riqueza, de un número menor de empresas a uno mayor; entre otros.

Las Pymes representan una porción muy significativa de la actividad económica de nuestro país. Representan aproximadamente el 62% del Producto Bruto Interno (PBI), y son la fuente de empleo de más del setenta por ciento del total de trabajadores del sector privado<sup>14</sup>.

Podríamos aceptar que una Pyme es una organización en la cuál, tanto la producción como el control se encuentran concentrados en una persona o un grupo reducido de ellas. Éstas, influyen decisivamente en el estilo de dirección, administración y conducción que se llevará adelante. Son organizaciones que, a través de la combinación de diferentes factores (capital, trabajo y medios productivos); ofrecen un producto o servicio a un sector determinado, con el objetivo de satisfacer sus necesidades.

Las pequeñas y medianas empresas son un grupo de establecimientos muy heterogéneo. Además de su distribución geográfica y su gran diversidad de

---

<sup>14</sup> 2º CONFERENCIA MINISTERIAL DE LA OCDE SOBRE PyMEs, Exposición del Señor Subsecretario de la Pequeña y Mediana Empresa y Desarrollo Regional, Lic. Poli Federico, Estambul, 3 - 5 de junio de 2004

actividades productivas; encontramos empresas unipersonales, pequeñas empresas familiares, empresas con diferentes grados de informalidad, aquellas cuyos productos abastecen a mercados locales o extranjeros, con personal más o menos calificado, proveedoras de grandes empresas, con tecnologías más o menos avanzadas, entre otras realidades.

El Committee for Economic Development (C.E.D.) de Estados Unidos plantea que se pueden considerar como Pymes a aquellas empresas que cumplan con uno o más de los siguientes requisitos:

- La administración es independiente (generalmente la propiedad y la gerencia recaen sobre la misma persona).
- El capital es suministrado por los propietarios.
- Fundamentalmente su área de operaciones es local.
- Su tamaño es relativamente pequeño dentro del sector industrial en que actúa.

En nuestro país, para definir un establecimiento como Pyme, existen diferentes límites que las diferencian de las grandes empresas. Estos límites son establecidos por el Ministerio de Economía en base a tres variables<sup>15</sup>:

1. Ventas totales anuales, excluido el Impuesto al Valor Agregado y el impuesto interno que pudiere corresponder.
2. Cantidad de personas ocupadas.
3. Activos Netos.

---

<sup>15</sup> Según Resolución N° 401/89 del Ministerio de Economía y sus modificaciones

Esta diferenciación se realiza, además, teniendo en cuenta la actividad económica de que se trate.

*Clasificación de Categorías de empresas de acuerdo a las ventas totales anuales<sup>16</sup>.*

**Cuadro N° 1: Categorías Pymes de acuerdo al monto total de ventas anuales**

Tamaño/sector	Agropecuario	Industria y minería	Comercio	Servicios
<b>Microempresa</b>	\$270.000	\$900.000	\$1.800.000	\$450.000
<b>Pequeña empresa</b>	\$1.800.000	5.400.000	\$10.800.000	\$3.240.000
<b>Mediana empresa</b>	\$10.800.000	43.200.000	\$86.400.000	\$21.600.000

*Clasificación de categorías de empresas de acuerdo al personal ocupado*

**Cuadro N° 2: Categorías Pymes de acuerdo al total de personal ocupado**

Tamaño/sector	Comercio y servicios	Industria y transporte
<b>Microempresa</b>	Hasta 3 personas	Hasta 10 personas
<b>Pequeña empresa</b>	Entre 4 y 15 personas	Entre 11 y 50 personas
<b>Mediana empresa</b>	Entre 16 y 100 personas	Entre 51 y 300 personas

*Clasificación de categoría de empresas de acuerdo a los activos fijos*

En cuanto a los activos fijos, la Resolución N° 401/89 del Ministerio de Economía; establece en su artículo tercero: “En el caso de los activos productivos los valores que se

<sup>16</sup> Clasificación según Resolución N° 675/2002 del Ministerio de Economía

*tomen no podrán ser inferiores al DIEZ POR CIENTO (10 %) del valor de las ventas anuales sin IVA ni Impuestos Internos, y en el de patrimonio neto no podrán ser inferiores al CINCO POR CIENTO (5 %) de las mismas ventas.”*

## Las Pymes y el financiamiento

El financiamiento constituye uno de los principales recursos que requieren las empresas para poder desarrollarse. Una empresa que quiera mantenerse en el mercado y fortalecer una posición competitiva, debe crear valor a través de diferentes proyectos que le aseguren su supervivencia y crecimiento. Para que estos proyectos puedan llevarse adelante se necesita contar con capital suficiente, que permita realizar las inversiones necesarias; así como también para poder hacer frente a las actividades operativas de corto plazo.

La provisión de financiamiento eficiente y efectivo ha sido reconocida como factor clave (Hall, 1989) para asegurar que aquellas firmas con potencial genuino de crecimiento, puedan expandirse y ser más competitivas. Según Keasey y McGuinness (1990) existe una asociación positiva entre financiamiento y desempeño de la firma. Consecuentemente, no es de extrañar que una empresa que se encuentra imposibilitada de acceder al mismo; se verá fuertemente debilitada a la hora de competir.

Los recursos financieros pueden clasificarse, según su origen en:

- Financiación interna.
- Financiación externa.

La financiación interna hace referencia a todos aquellos fondos que la empresa genera por sus propios medios. También llamada autofinanciamiento o reinversión

de utilidades; puede definirse como los recursos con los que la empresa cuenta sin necesidad de acudir al mercado financiero.

Por su parte, la financiación externa está integrada por todos aquellos recursos que la empresa obtiene de terceras partes, ajenas a la organización; ya sea ampliando el capital, colocando obligaciones o accediendo al mercado crediticio. Al respecto, una investigación realizada por la Fundación de Investigaciones Económicas Latinoamericanas; indica que el crédito bancario es la principal fuente de financiamiento externo de las Pymes.

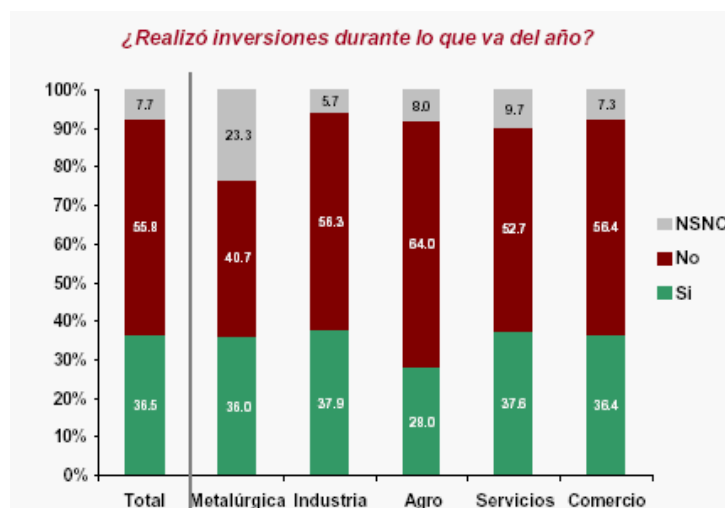
### **¿Cómo se financian las Pymes cordobesas?**

Para las pequeñas y medianas empresas, el crédito bancario representa una de las principales fuentes de financiamiento; dado que les resulta muy difícil acceder al crédito internacional. Por ello, su financiación se limita, generalmente, a la autofinanciación, al crédito bancario y al financiamiento de proveedores.

Según un estudio realizado por la consultora cordobesa MKT S.A.<sup>17</sup>, aproximadamente el treinta y seis por ciento (36%) de las empresas encuestadas, realizaron inversiones a lo largo del año 2005.

---

<sup>17</sup> Conferencia realizada en el Auditorio de la Universidad Siglo 21 “El financiamiento de las empresas cordobesas” el 5 de octubre del 2005



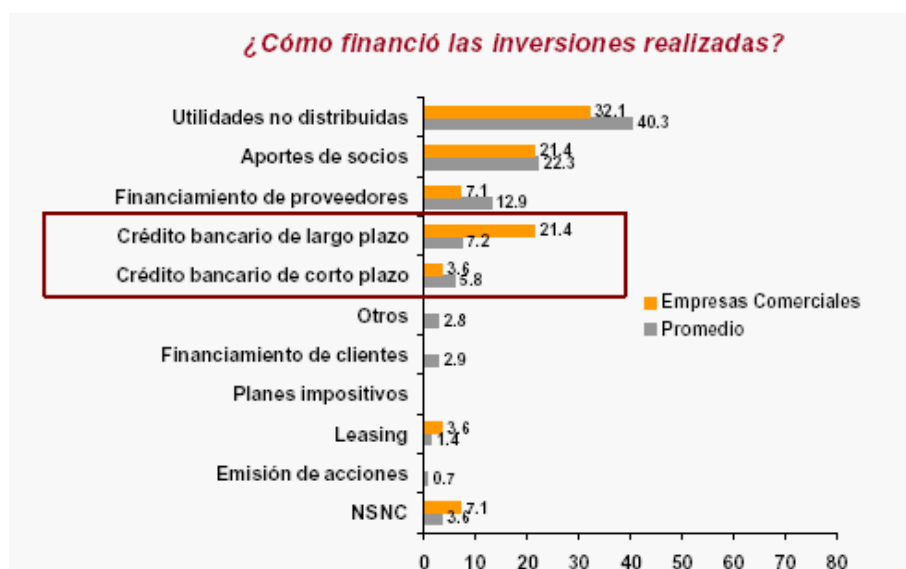
Fuente: Conferencia “El financiamiento de las empresas cordobesas” Consultora MKT

Según el mismo estudio, las inversiones se concentraron en ampliar la capacidad productiva y/o comercial, mejorar productos y procesos, desarrollar nuevos productos y/o servicios, desarrollar nuevos mercados, mantener la capacidad, entre otros.



Fuente: Conferencia “El financiamiento de las empresas cordobesas” Consultora MKT

A su vez, estas inversiones fueron cubiertas principalmente con utilidades retenidas, aportes de capital, financiamiento de proveedores y crédito bancario.



Fuente: Conferencia “El financiamiento de las empresas cordobesas” Consultora MKT

Sin embargo, el crédito bancario, si bien mostró una tasa de crecimiento del treinta por ciento (30%) en el período analizado, es sólo utilizado por una minoría de empresas<sup>18</sup>.

## Las Pymes y el acceso al crédito bancario

Las dificultades que enfrentan las Pymes a la hora de acceder a diferentes fuentes de financiamiento no es estrictamente resultado de la crisis económica argentina. Si bien la disponibilidad de crédito se vio fuertemente disminuida luego de la devaluación e inestabilidad económica que afrontó el país a partir de fines del año 2001; la dificultad de acceder al financiamiento no es actual.

<sup>18</sup> Ver Anexo 1: Diapositiva: “En pocas palabras...”



Ya en 1993, Storey sintetizaba ciertos factores que normalmente se asocian a esta situación. *“Ellos son: la presencia de información asimétrica con respecto de la rentabilidad o riesgo de los proyectos objeto de financiamiento; la oposición de intereses que caracteriza a deudores y acreedores cuando las garantías son limitadas; el alto componente fijo de los costos de búsqueda de información; (...); la alta tasa de fracaso que en general presentan las Pymes.”*<sup>19</sup> Por lo tanto, los problemas de falta de información como los riesgos asociados a este tipo de empresas; constituyen causas fundamentales de la problemática planteada.

#### *Los bancos*

La gran mayoría de los bancos no cuenta con un departamento específico dedicado a las pequeñas y medianas empresas. En muchos casos, las directrices sobre financiamiento de Pymes se diseñan en las casas centrales localizadas en Buenos Aires; por lo que tampoco se realiza un análisis particular de las Pymes de la Ciudad de Córdoba, es decir, a nivel provincial.

Si bien los bancos reconocen la importancia de las Pymes en la economía y su potencial de crecimiento y desarrollo, aseveran que las mismas tienen muchos obstáculos a la hora de conseguir financiamiento a través del crédito bancario. Afirman que muchas de ellas no cuentan con los requerimientos mínimos que exige la entidad bancaria para el otorgamiento de los mismos; sobre todo en cuanto a información contable confiable. Al mismo tiempo, alegan el hecho de que, a las pequeñas y medianas empresas, les resulta dificultoso presentar proyectos que demuestren su capacidad de pago. Aseguran que los riesgos de incobrabilidad son altos, producto de la falta de formalidad en la gestión de las mismas.

---

<sup>19</sup> **Fundación de investigaciones Económicas Latinoamericanas**, *Las pequeñas y medianas empresas en la Argentina*, Buenos Aires – Argentina [1996], (Pág. 168)

Un estudio realizado por el Banco Galicia presentado el cinco de octubre del 2005<sup>20</sup>, muestra que sólo el veinte por ciento (20%) de las Pymes cordobesas se encuentran calificadas para acceder al crédito<sup>21</sup>. Las principales razones por las cuales no acceden a tal calificación son, según el mismo estudio, la informalidad de las ventas, la calidad de la información, la falta de información contable confiable, entre otros<sup>22</sup>.

---

<sup>20</sup> Conferencia “El Financiamiento de las Pymes Cordobesas” realizada el cinco de octubre del 2005 en el Auditorio de la Universidad Siglo 21 (Ciudad de Córdoba).

<sup>21</sup> Ver Anexo 2: Diapositiva: “Las Pymes y el Sistema Financiero. Contexto Actual”

<sup>22</sup> Ver Anexo 3: Diapositiva: “Condicionantes propios de los solicitantes”

## Requisitos solicitados por las entidades bancarias para el acceso al crédito<sup>23</sup>

Cuadro N° 3: Requisitos a cumplimentar para acceder al crédito bancario

<b>Persona Jurídicas</b>	<b>Sociedades de hecho y unipersonales no monotributistas</b>	<b>Unipersonales monotributistas</b>
Últimos dos balances	Declaración Jurada de Ganancias y Declaración de Bienes Personales de los socios	Declaración Jurada de Bienes Personales
Ventas Mensuales de los últimos dos años	Ventas Mensuales de los últimos dos años	Declaración Jurada de Ingresos Brutos de los últimos dos años
Declaración Jurada de la deuda en el sistema financiero	Declaración Jurada de la deuda en el sistema financiero	Declaración Jurada de la deuda en el sistema financiero
Datos actualizados de stock, cuentas a cobrar y deudas comerciales	Datos actualizados de stock, cuentas a cobrar y deudas comerciales	
Nombre de los socios y CUIT	Nombre de los socios y CUIT	
Cash Flow (para líneas a mediano plazo)	Cash Flow (para líneas a mediano plazo)	Cash Flow (para líneas a mediano plazo)

<sup>23</sup> Conferencia “El Financiamiento de las Pymes Cordobesas” realizada el cinco de octubre del 2005 en el Auditorio de la Universidad Siglo 21 (Ciudad de Córdoba).

## El acceso al crédito: principales problemas

*“Los problemas informativos y la falta de garantías suelen ser la causa principal de la restricción financiera que enfrentan estas empresas. Los emprendimientos que no disponen de colaterales elegibles deben acudir a otros mercados menos institucionalizados y formalizados para conseguir financiamiento por montos restringidos. Las condiciones de financiamiento allí obtenidas, normalmente no dependen de la bondad de los proyectos y, en general, terminan siendo más onerosas y menos adecuadas.”<sup>24</sup>.*

Las teorías tradicionales sobre mercados competitivos sostienen que, para que exista competencia perfecta, todos los actores deben estar perfectamente informados. Este equilibrio podría describirse como aquella situación en donde el consumidor obtiene la mayor utilidad y la contraparte maximiza el beneficio. Por información perfecta entendemos que la información que poseen tanto los individuos como las empresas, no es afectada por sus percepciones del funcionamiento del mercado y, además, éstos no pueden alterar dicho funcionamiento.

El mercado de créditos no escapa a ésta definición, por lo que, para que exista competencia perfecta, todos los actores deberían contar con la información necesaria. Es decir, para que en el mercado de créditos exista competencia perfecta, debería ser sumamente fácil poder identificar cuáles son los mejores proyectos y cuáles realmente no lo son. Si no fuese costoso obtener esta información, las tasas de interés se determinarían simplemente para reflejar esta diferencia de “calidad” de proyectos. Pero sí, por el contrario, recavar y procesar esta información resulta muy costoso y hasta en algunos casos imposible, sería irrazonable suponer que las partes poseen la misma información. En este caso, la información asimétrica puede representar un obstáculo para el funcionamiento eficiente del mercado. Por lo

---

<sup>24</sup> Consejo Profesional de Ciencias Económicas; *El financiamiento como instrumento para el crecimiento económico*; [1999] (Pág. 125)

tanto, la asimetría de información es la principal causa de imperfección en el mercado crediticio.

La información aparece entonces, como un factor determinante de la relación entre las entidades bancarias y las pequeñas y medianas empresas. Por un lado, estas últimas en general, carecen de sistemas de información y control de sus actividades, proyectos y planificación; se caracterizan por una gestión informal, basada más en las habilidades personales de los propietarios que en conocimientos de management calificados; entre muchos otros factores. Por su parte, las entidades bancarias, si bien reconocen la importancia de las Pymes en la economía, no cuentan con departamentos especializados en el tema, que permitan realizar una investigación más profunda de aquellas. Todo esto conlleva a que la información se convierta en un bien muy costoso y, por lo tanto, que las decisiones sobre otorgamiento de créditos se ajusten a una gran cantidad de requisitos y exigencias.

El sector público tampoco contribuye a mejorar esta situación. No se realizan investigaciones periódicas sobre la situación de las Pymes, su desempeño, sus necesidades de financiamiento, entre muchos otros datos de importancia.

#### *Asimetría de información*

En contextos de asimetría de información, las Pymes encuentran grandes dificultades para acceder al crédito bancario. *“Según Tenjo - Galarza (1995) cuando este concepto se aplica a los mercados de crédito, la noción de información asimétrica se refiere básicamente a la situación en la cual quien presta y quien toma el crédito tienen diferentes visiones o conocimientos sobre la rentabilidad esperada y los riesgos de un proyecto en particular, especialmente en términos de rentabilidad y de posibilidad de*

concreción de dicho proyecto”<sup>25</sup>. Esta situación provoca que la relación entre las tasas de interés aplicadas y la rentabilidad esperada por la institución financiera no sea uniforme.

*“La investigación de Stiglitz y Weiss ha demostrado que los límites en que pueden ser aumentadas las tasas de interés son una consecuencia directa de la información asimétrica de acreedores y deudores.”*<sup>26</sup>

En este contexto, la relación entre las Pymes y las entidades financieras se encuentra desequilibrada. El proceso de evaluación de riesgo, como punto determinante en el proceso de otorgamiento de créditos; se realiza desde puntos de vista diferentes. *“La evaluación de los proyectos de inversión en el sector real responde a ciertos tipos de criterios de desempeño, mientras que el banco elabora sus propios criterios de desempeño y los usa para evaluar las propuestas de negocios. En tanto y en cuanto, dichos criterios se solapan, la posibilidad de racionamiento de crédito se diluirá, ya que los criterios que determinan la bondad de un proyecto en la actividad real, serán los mismos que utilice el sector bancario para la evaluación del negocio”*<sup>27</sup>. Mientras esta situación no exista, las Pymes se verán en desventaja frente a otras empresas de mayores dimensiones; a pesar de que sus proyectos tengan similar rendimiento a los de aquellas.

De este modo, la asimetría de información tiene diferentes efectos en el mercado crediticio. Entre ellos podemos identificar la selección adversa y el riesgo moral. Estos procesos se caracterizan por la elección de proyectos de alto riesgo, o el

---

<sup>25</sup> **Filippo, Kostzer y Schleser** Créditos a Pyme en Argentina: racionamiento crediticio en un contextote oferta ilimitada de dinero (archivo pdf) Red de Reestructuración y Competitividad. Santiago de Chile, mayo del 2004

<sup>26</sup> Tomado y traducido de: **Villanueva y Mirakhor**. *Strategies for Financial Reform*. (IMF Staff Papers) [1990] (Pág. 515-516)

<sup>27</sup> **Salloum Damián – Vigier Hernán**. *Síntesis y Resumen*. XXXV Reunión Anual. Racionalidad de la empresa financiera en el proceso de asignación del crédito. Asociación Argentina de Economía Política [2000] (Pág. 237-238)

privilegio de aquellos proyectos que en realidad no tienen capacidad de hacer frente a sus deudas.

#### *Selección adversa y riesgo moral*

La selección adversa se presenta cuando la asimetría de información se concentra en alguna de las características de una de las partes, y que resulta fundamental para el resultado final del intercambio. Los proyectos de menor rendimiento “expulsarían” a los de mayor rendimiento, debido a la falta de información. *“La parte menos informada desearía conocer, antes del contrato, determinadas características denominadas con frecuencia “tipo”, pero no pueden en principio hacerlo sin costo. Se enfrenta a una incertidumbre de “mercado” o de información imperfecta, y dicha imperfección perjudica a aquellas partes que pertenecen al tipo de agentes más deseables para realizar contratos, dado que los mismos son tratados de manera uniforme a los tipos menos deseables. Desde el punto de vista de la parte menos informada, al existir heterogeneidad de “tipos”, tratará de discriminar entre los tipos más idóneos y los menos.”*<sup>28</sup> Es decir, una de las partes, no puede identificar “la calidad” de la otra.

Siguiendo este razonamiento, el problema principal de la selección adversa se presenta cuando, la parte menos informada, no puede diferenciar a los “tipos buenos de los malos”. Frente a esta situación, la parte menos informada tiende a estandarizar el mercado hacia los “malos tipos”; dejando sin posibilidades a los “buenos tipos”.

En este sentido, el hecho de que los bancos no cuenten con la capacidad de determinar el potencial de cada proyecto en particular, dada la falta de información confiable; tiene como resultado la escasez de otorgamientos de créditos a las Pymes.

---

<sup>28</sup> **Salloum y Vigier.** *Los problemas de financiamiento de la pequeña y mediana empresa: la relación Bancos-Pymes.* (Archivo pdf)

Otro efecto de la asimetría de información, corresponde a lo que se denomina riesgo moral. *“Existe riesgo moral cuando el valor de una transacción para alguna de las partes intervinientes en un contrato, puede verse afectada por acciones o decisiones adoptadas por la otra parte, las cuáles no pueden ser controladas totalmente por la primera.”*

El riesgo moral representa un problema en tanto que una de las partes no cuente con los medios necesarios para monitorear aquellas decisiones de la otra parte que puedan ser determinantes para el desenlace del contrato. En otras palabras, uno de los participantes no puede observar y evaluar el desempeño de la otra. Como consecuencia principal encontramos aversión al riesgo en alguna de las parte, con lo cual los términos del contrato se ven tergiversados.

La mayoría de las pequeñas y medianas empresas, no cuentan con sistemas de gestión ni planificación, que permitan a los bancos realizar seguimientos de su desempeño de manera sencilla. Esto provoca que a la hora de evaluar los riesgos de los proyectos, los bancos tiendan a sesgar sus conclusiones.

*“Los bancos tienen dificultades para identificar la "moral de pago" o intención de cumplimiento de los potenciales clientes PyME; como así también para medir el riesgo implícito en la concesión del crédito. Ello genera, o bien un castigo vía una tasa de interés más elevada o simplemente una negativa a conceder el financiamiento. A esto se suma que los bancos poseen escasa disponibilidad de personal capacitado para atender al sector PyME, y carecen de sistemas de evaluación apropiados.”<sup>29</sup>*

#### *Racionamiento del crédito*

La presencia de racionamiento del crédito, entendiendo por éste *“la eventualidad de que proyectos relativamente rentables no consiguen financiamiento cuando el resto dispone*

---

<sup>29</sup> **Dra. Pirota Valeria Lorena.** *Las Pymes frente a las dificultades de acceso al crédito.* (archivo PDF)



*del mismo, o una situación en la que cambios en la tasa de interés u otras variables crediticias son incapaces de eliminar el exceso de demanda de préstamos que pueda existir por parte de un conjunto específico de empresas y proyectos...” (Stiglitz y Weiss, 1981); podría ser explicada por la asimetría de información.*

En el caso puntual de las pequeñas y medianas empresas, que éstas se encuentren en una situación de racionamiento de capital; significaría que el mercado crediticio no estaría dispuesto a financiar sus proyectos de inversión, a pesar de ofrecer similar rendimiento y posibilidad de repago que las grandes empresas. Como resultado, a pesar de representar buenas inversiones, las pequeñas y medianas empresas se verían condicionadas a su capacidad de generar recursos para autofinanciarse. Al mismo tiempo, otras empresas de mayores dimensiones, pero con proyectos de similar rentabilidad; podrían contar con financiamiento externo.

## **Relación Entidades Bancarias - Pymes**

Podríamos analizar la relación que existe entre los bancos y las Pymes por medio de la Teoría de Agencia.

La Teoría de Agencia, tiene como objetivo central estudiar *“la configuración contractual entre el “principal” y “agente”, en que el mandatario delega en su ejecutor competencias de decisión y ejecución, determinándose dicha relación por condiciones de reparto asimétrico de información y de incertidumbre así como por distinto reparto de riesgos.”*<sup>30</sup>

La relación de agencia se da entre dos o más partes, cuando una de ellas llamada “agente”, desempeña actividades para, por o en representación de otro, llamado “principal”; con el objetivo de obtener ciertos resultados.

---

<sup>30</sup> **Ross, S.A.** *The Economic Theory of Agency: The principal's problems* American Economic Review [1973] (Pág. 134-139)

La relación de agencia se da entre un principal, tenedor del capital; y un agente que lo representa. En este contexto, podríamos identificar a la entidad bancaria como principal, que aporta el capital necesario para llevar adelante un proyecto. La figura del agente estaría representada por la Pyme, quien aporta su competencia, capacidad y habilidades para llevar adelante el proyecto, en representación del principal. En otras palabras el banco, actuando como principal, utiliza los servicios del agente (en este caso las Pymes) para generar recursos.

Por lo tanto, el contenido de esta teoría recae sobre la institución del contrato, que tiene como objetivo regular la relación entre un mandatario (el principal) y un ejecutor (el agente). El principal, con la intención de alcanzar sus propios intereses, delega en el agente su capacidad de decisión. Esta delegación contractual se basa en las ventajas que obtiene el principal de explotar los conocimientos, habilidades e información con que cuenta el agente. En tanto el principal no cuente con información certera sobre las aspiraciones, las limitaciones, y los resultados finales que es capaz de alcanzar el agente, entre otros; será proporcional el riesgo que corra a la hora de delegar esta responsabilidad.

Por consiguiente, mientras los bancos cuenten con información imperfecta respecto de las potencialidades de las Pymes, su capacidad de generar rendimientos, la viabilidad de sus proyectos, etcétera; percibirán que otorgarles el capital que requieren, lleva aparejado mucho riesgo. Los bancos entenderán que las Pymes pueden no estar capacitadas para llevar adelante de manera eficiente sus operaciones, que no tienen capacidad de lograr los objetivos que realizarían sus intereses; aún más, que éstas puedan actuar en provecho propio, incluso de manera perjudicial a sus ambiciones.

En conclusión, la relación entre los bancos y las pequeñas y medianas empresas, se encuentra íntimamente afectada por la cantidad y calidad de información con que

cuenta los primeros (actuando como principal), de las segundas (actuando como agentes).

### *Problemas de agencia*

La diferencia entre los intereses del principal y los del agente, traen aparejados problemas de agencia. En tal caso, los agentes podrían estar tomando decisiones contrarias a la voluntad del principal, o en su caso, que no se correspondieren con la consecución de los objetivos esperados.

Para el principal, en este tipo de relación contractual, la ventaja se encuentra en poder aprovechar las competencias y la información con que cuenta el agente; en provecho propio. Sin embargo, se origina un problema cuando la información con que cuenta el principal sobre las capacidades e intenciones del agente sea limitada o errónea; por lo tanto será mayor el riesgo percibido por él. Por lo tanto, se verá impulsado a asegurar contractualmente que su agente aporte toda la información, detalle específicamente sus intenciones y sus posibilidades de acción; con la finalidad de asegurar el rendimiento de sus intereses.

Los problemas de agencia se producen como consecuencia de la existencia de asimetría de información. Si el principal conociera todas y cada una de las decisiones que tomase el agente, así como sus intenciones, acciones e información que posee; el agente no actuaría en forma contraria a los intereses del principal impulsado por sus intereses individuales. Por el contrario, actuaría de manera acorde a la voluntad del principal, y por lo tanto, no existirían problemas de agencia. Al ser prácticamente imposible realizar un seguimiento exhaustivo de las acciones del agente, los problemas de agencia se dan en casi todas las relaciones de agencia.

En este sentido, los bancos “invierten” su dinero en las empresas con el objetivo de recibir periódicamente devoluciones de capital, más una rentabilidad esperada. Sin embargo, las Pymes invierten ese dinero en activos elegidos por los propietarios de la empresa y no por los bancos. Si estos últimos creyesen que su dinero correrá mayores riesgos que el deseado, exigirían a las empresas diferentes cláusulas, garantías, entre otros requisitos; para evitarlos.

Siempre que los bancos se encuentren frente a información limitada respecto de las Pymes, podrán percibir que el riesgo que corren en invertir en sus actividades es muy alto. Mientras aquellos no cuenten con herramientas que les permitan evaluar la rentabilidad de sus proyectos, monitorear su accionar y contar con información confiable de sus operaciones; más dificultades para acceder al crédito enfrentarán las Pymes.

#### *Financiamiento de los bancos comerciales*

En este sentido, el banco como prestatario de las Pymes, requiere de cierta información para tomar la decisión de otorgar créditos y sus condiciones. Básicamente debe asegurarse, no sólo de que el proyecto de la Pyme sea rentable; sino que además cuente con la capacidad de gestión necesaria para llevarlo a cabo. Siempre que la información con que cuenten sea imperfecta, presentará un problema. En el caso de las pequeñas y medianas empresas, esta asimetría de información se agudiza, ya que además de no contar, en la mayoría de los casos, con información calificada de su accionar; en la mayoría de los casos no cuentan con especialistas para diseñar los proyectos de inversión. De esta manera los cálculos de la rentabilidad futura del proyecto, y la capacidad de repago de sus obligaciones; no resultan totalmente confiables. Si a esto le sumamos que los banco no cuentan con departamentos especializados en Pymes, capaces de tener un

conocimiento acabado de la situación de las mismas; la situación es más compleja aún.

Por lo tanto, si tenemos en cuenta que lo importante para el banco es la tasa de interés que cobrará por los préstamos y el riesgo que corre al hacerlo; en un contexto de asimetría de información, diseñarán contratos de manera de disminuir lo más posible los riesgos. Estos contratos, entonces, se convierten en obstáculos para las Pymes, si no cuentan con todos los requisitos que imponen.

Para seleccionar a quienes otorgarán créditos, los bancos tratan de identificar los mejores proyectos, con mayores posibilidades de repago y mejor rentabilidad. Siempre que este procedimiento sea difícil y costoso, los proyectos que presenten mayor potencialidad se verán dejados de lado (selección adversa) o las condiciones contractuales afectarán sus posibilidades. Además, en este contexto, el aumento en la tasa de interés es el mecanismo más utilizado por los bancos para seleccionar proyectos; en detrimento del proyecto mismo.

# **TERCERA PARTE**

## **PYMES EN EL**

### **MERCADO DE CAPITALES**

#### **“OBLIGACIONES NEGOCIABLES”**

## **Introducción**

El acceso a financiamiento a bajo costo es, para las pequeñas y medianas empresas, una de sus principales preocupaciones. La obtención de capital para llevar adelante sus proyectos y desarrollar sus operaciones, es fundamental para su supervivencia y crecimiento. Uno de los medios primordiales con los que se financian es el crédito bancario pero, como analizamos en la sección anterior, encuentran fuertes obstáculos para acceder al mismo.

El mercado bursátil ofrece a las pequeñas y medianas empresas, nuevas herramientas que le permiten obtener fondos a un costo relativamente bajo. Erróneamente se ha pensado que sólo las grandes empresas con una larga trayectoria, pueden acceder a él en busca de fondos. Sin embargo la realidad es otra. En los últimos años se han dictado diferentes reglamentaciones que tienen como objetivo facilitarle a las Pymes el acercamiento al mercado de capitales.

Entre ellas encontramos las Obligaciones Negociables (ON), títulos de deuda cotizables en el Mercado de Valores. El Decreto N° 1087/93, dictado por el Poder Ejecutivo en mayo de 1993, permite a las pequeñas y medianas empresas realizar oferta pública de ON, previo registro en la Comisión Nacional de Valores (CNV) y autorización de la Bolsa de Comercio.

El objetivo de esta sección es describir este instrumento de financiación, sus principales características, los requisitos necesarios para poder cotizar y analizar las ventajas que ofrece.

## El mercado bursátil

Podemos entender por mercado un espacio en donde se realiza un intercambio, es decir, la compra y venta de bienes y servicios. Por lo tanto, el mercado bursátil o mercado de capitales, es un tipo particular de mercado donde se intercambian, por medio de Bolsas, títulos valores como lo son las acciones, bonos, certificados de participación, obligaciones negociables, entre otros.

El desarrollo del mercado bursátil es un factor muy importante para el crecimiento productivo de un país. Es el encargado de intermediar entre las entidades que requieren fondos (también llamadas unidades deficitarias) y aquellos inversores que disponen de dinero y desean que sus ahorros les proporcionen ganancias (unidades superavitarias). En otras palabras, comprende la transferencia de recursos de mediano y largo plazo de aquellas personas que poseen dinero hacia aquellas que lo requieren para implementar sus proyectos.

### *Mercado Primario y Secundario*

El mercado bursátil puede desagregarse en un mercado primario y un mercado secundario.

*“Los mercados financieros funcionan ya sea como mercados primarios o como mercados secundarios. El término mercado primario se refiere a la venta original de valores realizada por los gobiernos y las corporaciones. En los mercados secundarios, estos valores son comprados y vendidos después de la venta original.”<sup>31</sup>*

En otras palabras, el mercado primario se caracteriza por ser la empresa emisora de los títulos la oferente y un inversor privado el demandante. Se refiere al “lanzamiento” de una emisión al mercado, su colocación inicial. Por otro lado, el

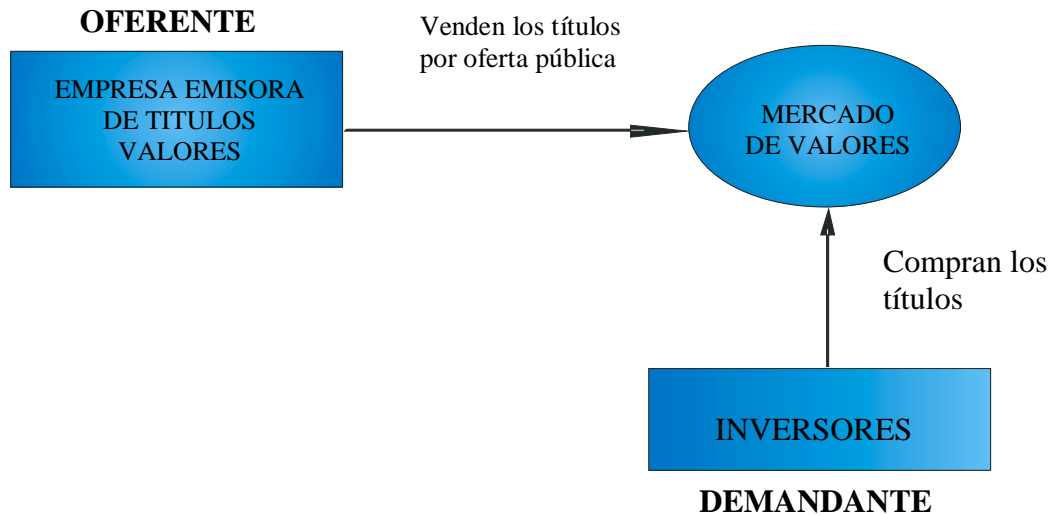
---

<sup>31</sup> **Ross, Westerfield y Jordan** *Fundamentos de Finanzas Corporativas*; 5ª edición; Editorial Mc Graw Hill, México [2001]

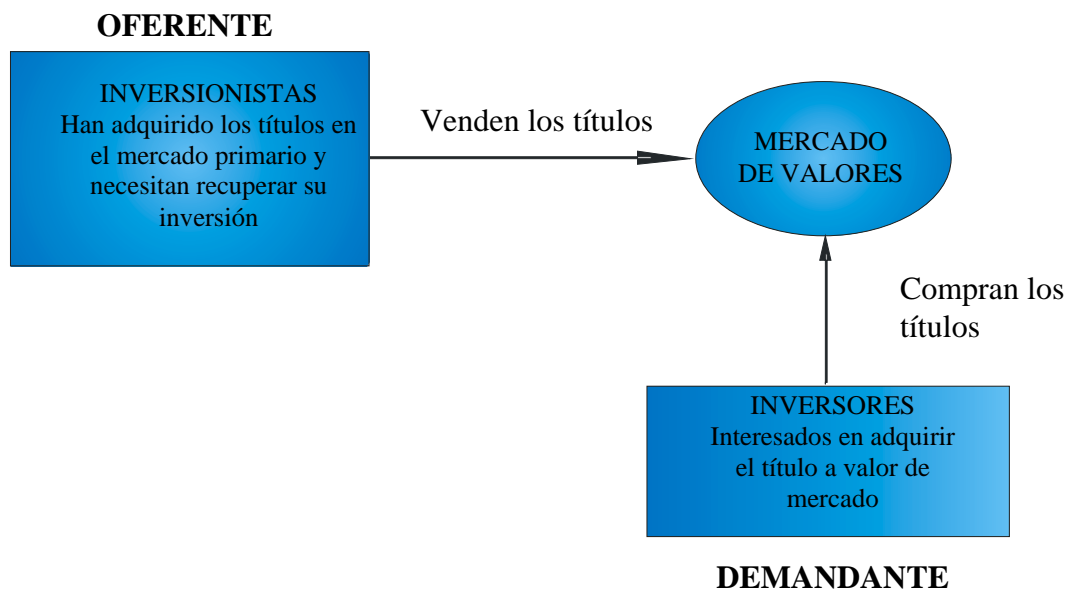


mercado secundario es aquel donde el oferente es un inversionista que adquirió el título y desea venderlo; y el demandante es otro inversor interesado en comprarlo.

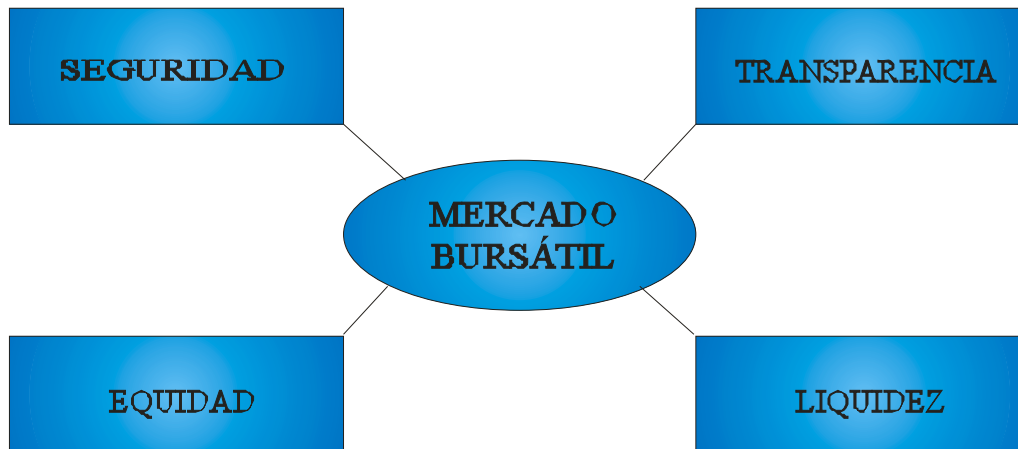
Esquemáticamente, el **mercado primario** podría representarse de la siguiente manera:



Del mismo modo, el **mercado secundario** podría representarse como:



## Características del mercado bursátil



- **Transparencia:** A través de la difusión constante de información y del control que lleva a cabo la Bolsa de Comercio, permite que los participantes estén continuamente en conocimiento de las condiciones del mercado.
- **Equidad:** Cuenta con mecanismos de información y negociación que permiten que todos los participantes estén en igualdad de condiciones.
- **Seguridad:** Cuenta con una normativa que regula la actuación de los diferentes actores, exigiendo el cumplimiento de normas que garanticen un funcionamiento eficiente del mercado.
- **Liquidez:** La existencia de un mercado secundario donde se negocian continuamente los títulos valores, permite su transformación en efectivo cuando el inversor lo requiera.

## El mercado bursátil argentino

En nuestro país, el mercado bursátil se encuentra regulado por la Ley N° 17.811. La misma reglamenta todo lo referente a la oferta pública de títulos y la organización y funcionamiento de las instituciones bursátiles y la actuación de agentes y sociedades de bolsa.

*¿Qué entendemos por títulos valores?*

Un título valor es un documento escrito que contiene un derecho literal, que permite a quién lo posee ejercer los derechos que en él se especifican. La literalidad, como característica fundamental de los títulos valores, hace referencia a que el tenedor del título sólo puede “reclamar”, es decir, posee un derecho sobre lo que concreta y específicamente está especificado en el título mismo.

*¿Qué entendemos por oferta pública de títulos valores?*

La Ley N° 17.811 define la oferta pública en su artículo 16 como: *“Se considera oferta pública la invitación que se hace a personas en general o a sectores o grupos determinados para realizar cualquier acto jurídico con títulos valores, efectuada por los emisores o por organizaciones unipersonales o sociedades dedicadas en forma exclusiva o parcial al comercio de aquéllos, por medio de ofrecimientos personales, publicaciones periodísticas, transmisiones radiotelefónicas o de televisión, proyecciones cinematográficas, colocación de afiches, letreros o carteles, programas, circulares y comunicaciones impresas o cualquier otro procedimiento de difusión”*

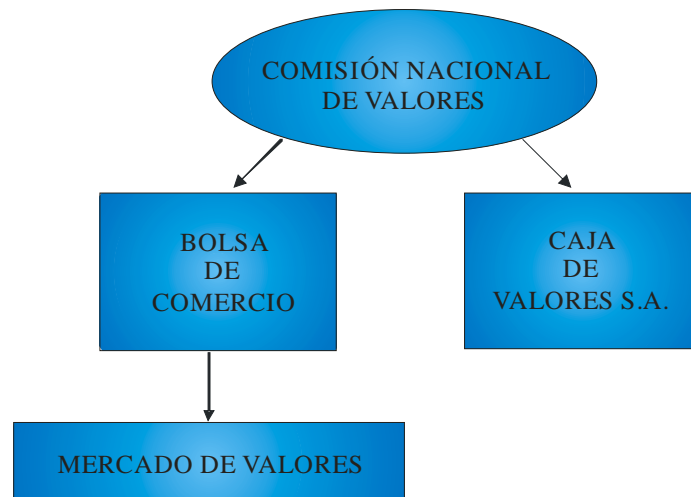
De la misma manera, determina en su artículo 17 las características que deben reunir los títulos para poder ofrecerse “públicamente”, a saber: *“Pueden ser objeto de oferta pública únicamente los títulos valores emitidos en masa, que por tener las mismas*

*características y otorgar los mismos derechos dentro de su clase se ofrecen en forma genérica y se individualizan en el momento de cumplirse el contrato respectivo."*

### *Mercado bursátil argentino*

El mercado bursátil argentino está conformado por diferentes entidades, principalmente por:

- Comisión Nacional de Valores (CNV)
- Bolsas de Comercio
- Mercados de Valores
- Cajas de Valores.
- Sociedades o Agentes de Bolsa



### *Comisión Nacional de Valores*

La Comisión Nacional de Valores es una entidad autárquica creada en la órbita del Ministerio de Economía de la Nación, con jurisdicción en toda la República Argentina.

Las normas que dicta la Comisión Nacional de Valores tienen como objetivo principal alcanzar la mayor transparencia posible de las operaciones del mercado de capitales, en protección del inversor, protegiendo contra fraudes en la venta de títulos-valores, prácticas ilegales, manipulaciones en el mercado y cualquier otra violación en la confianza del inversor por parte de los agentes o sociedades de bolsa.

“Entre sus funciones encontramos:

- Autorizar la oferta pública de títulos valores
- Asesorar al gobierno nacional sobre los pedidos de autorización para funcionar de las Bolsas de Comercio y Mercados de Valores.
- Llevar el índice general de los Agentes y Sociedades de Bolsa inscriptos en los mercados de valores y de los agentes extrabursátiles.
- Llevar el registro de las personas físicas y jurídicas autorizadas para efectuar oferta pública de valores y establecer las normas a que deben ajustarse.
- Regular y Fiscalizar el cumplimiento de las normas legales, estatutarias y reglamentarias en lo referente al ámbito de aplicación de la ley de oferta pública de valores.
- Autorizar la constitución de fondos comunes de inversión.
- Controlar a las cajas de valores y aprobar sus reglamentos.

- Autorizar la constitución de mercados de futuros y opciones en títulos valores y otros activos, y fiscalizarlos.
- Autorizar el funcionamiento de las entidades calificadoras de riesgo crediticio, y fiscalizarlas.”<sup>32</sup>

“La Comisión Nacional de Valores dicta las normas a las cuales deben ajustarse las personas físicas o jurídicas que, en cualquier carácter, intervengan en la oferta pública de títulos valores, a los efectos de acreditar el cumplimiento de los requisitos establecidos en esta ley. En el ejercicio de sus funciones puede:

- a) Requerir informes y realizar inspecciones e investigaciones en las personas físicas y jurídicas sometidas a su fiscalización;
- b) Recabar el auxilio de la fuerza pública;
- c) Iniciar acciones judiciales;
- d) Denunciar delitos o constituirse en parte querellante”<sup>33</sup>

### *Bolsas de Comercio*

Por su parte, las Bolsas de Comercio son asociaciones civiles con personería jurídica o sociedades anónimas donde se reúnen los operadores para negociar títulos valores.

A modo de ejemplo, podemos citar la Bolsa de Comercio de Córdoba, la Bolsa de Comercio de Buenos Aires y la Bolsa de Comercio de Rosario.

---

<sup>32</sup> **Ruiz, Fabián.** *El mercado de capitales argentino*. Madrid [2004] (Archivo pdf)

<sup>33</sup> **Ley N° 17.811** Boletín Oficial: 22/07/1968

“Las bolsas de comercio cuyos estatutos prevean la cotización de títulos valores tienen por función:

- Autorizar, suspender y cancelar la cotización de valores en la forma que dispongan sus reglamentos.
- Establecer los requisitos que deben cumplirse para cotizar valores y mientras subsista la autorización.
- Controlar el cumplimiento de las disposiciones legales y reglamentarias por parte de las sociedades cuyos valores se coticen.
- Dictar las normas y medidas necesarias para asegurar la veracidad de los balances y demás documentos que deban presentar o publicar las entidades autorizadas a cotizar sus valores.
- Dictar normas reglamentarias que aseguren la veracidad en el registro de las cotizaciones y publicar las mismas y los precios corrientes.”<sup>34</sup>

### *Mercado de Valores*

Para operar dentro de la bolsa, el régimen legal requiere la organización de mercados de valores que agrupan a los agentes y sociedades de bolsa.

Los mercados de valores deben constituirse como sociedades anónimas, sólo pueden permitir la negociación de títulos valores cuya cotización hubiese sido autorizada por la bolsa de comercio que integren y las que deban realizarse por orden judicial.<sup>35</sup>

---

<sup>34</sup> **Ruiz, Fabián.** *El mercado de capitales argentino*. Madrid [2004] (Archivo pdf)

<sup>35</sup> **Ley N° 17.811** Boletín Oficial: 22/07/1968

Es una entidad autorregulada, cuya finalidad es la de garantizar la liquidación de las operaciones que se negocian; vigilar el desempeño profesional de los agentes autorizados que operan en él, aplicar las sanciones a dichos agentes que no respeten el estatuto y demás normas.

#### *Caja de Valores*

La Caja de Valores S.A. es una entidad privada que tiene como finalidad facilitar las transacciones sobre títulos autorizados para la oferta pública, garantizando la seguridad y privacidad de todo lo referido a ellas.

Entre sus principales funciones se encuentra la de asumir la custodia de los títulos y la de depósito colectivo. Los depositantes pueden ser: agentes de bolsa o extrabursátiles, mercado de valores, bancos, compañías financieras, fondos comunes de inversión, entre otros.

#### *Sociedades o Agentes de Bolsa*

Las transacciones que se realizan en el Mercado de Valores requieren, necesariamente, la participación de un intermediario que ponga en contacto a las partes interesadas a fin de celebrar un contrato. Es decir, cualquier interesado en colocar títulos o comprar títulos, debe dirigirse a una Sociedad o Agente de Bolsa (intermediarios) a fin de concertar la operación.

En otras palabras, la comercialización de títulos requiere de la participación de una Sociedad de Bolsa (persona jurídica) o Agentes de Bolsa (personas físicas) que, habiendo reunido ciertos requisitos y estando inscriptos en el registro correspondiente, están autorizados para concertar operaciones bursátiles de acuerdo a las “órdenes” que reciben de sus clientes.



Según la Ley N° 17.811, los requisitos a cumplimentar para ser Agente de Bolsa son:

- Ser mayor de edad
- Ser accionista del Mercado de Valores correspondiente y haber constituido una garantía a la orden del mismo
- Poseer idoneidad para el cargo, solvencia moral y responsabilidad patrimonial, a juicio del mercado de valores respectivo
- Ser socio de la Bolsa de Comercio a la cual esté adherido el mercado de valores correspondiente
- Las Sociedades de Bolsa deben constituirse como sociedades anónimas, acreditar un patrimonio mínimo exigido y ser accionistas del Mercado de Valores.

Además, deben ajustarse a las reglamentaciones que dicte el Mercado de Valores correspondiente.

Mientras la operación de compra o venta de los títulos se conviene y posteriormente se registra en el Mercado de Valores, los agentes o sociedades de bolsa son personalmente responsables por las mismas frente a sus clientes.

Otras funciones de las sociedades o agentes de bolsa:

- Informarse continuamente sobre todos los aspectos que pueden tener cierto efecto sobre las operaciones que les han encomendado y comunicárselos al inversionista.
- Guardar secreto de las operaciones realizadas.
- Cumplir con las órdenes encomendadas en la forma y condiciones solicitadas por el cliente.

## **Ventajas del sistema bursátil**

El sistema bursátil ofrece a los participantes mayor transparencia en sus operaciones. Las reglamentaciones y la obligación de publicar toda aquella información que resulte relevante, logran que la asimetría de información sea prácticamente nula.

Asimismo, a pesar de los problemas económicos por los que atravesó el país en los últimos años, los sistemas de negociación, pago, custodia, etcétera; funcionan normalmente, lo que refleja una buena organización del mercado.

Además, sus alternativas de inversión están al alcance no sólo de grandes inversores, ya que se encuentran en condiciones de ofrecer alternativas de inversión al público en general en todo el país a través de las bolsas y mercados.

Por otro lado, otorga la posibilidad de que cada inversor opte por diferentes alternativas según el riesgo que esté dispuesto a correr y la rentabilidad que espera obtener.

## **Obligaciones Negociables: un instrumento de financiación**

Las obligaciones negociables como instrumento de financiación, creado por la Ley N° 23.576 modificada por la Ley N° 23.962, tiene como objetivo principal posibilitar a las empresas financiar sus proyectos empresariales.

Según Mario Oscar Kenny, *“Las obligaciones negociables simples son aquellas que representan un empréstito contraído por la empresa emisora. Consecuentemente, dan derecho al titular de éstas al reembolso del capital y, en su caso, al pago de interés conforme con las condiciones de emisión.*

*El titular de obligaciones negociables simples ostenta, por tanto, un status similar al de cualquier acreedor cuyo crédito emane de un contrato de mutuo, sin perjuicio de las*

*garantías que pueden aparar el empréstito: no tiene otra expectativa que la de recuperar el capital y recibir los intereses, si es un inversor a finish, o la lucrar con la venta de las obligaciones a un mejor precio que el de su suscripción o compra<sup>36</sup>*

En otras palabras, son documentos que permiten ejercer los derechos contenidos en él por parte de su tenedor. Este último, sólo tiene derecho a cobrar intereses y capital (a diferencia de las acciones que otorgan derechos de propiedad sobre la empresa). Representan unidades de un empréstito contraído por la sociedad para el desarrollo de sus proyectos de inversión u otros fines. Son instrumentos de financiamiento a mediano y largo plazo. El hecho de que el monto total del empréstito esté “dividido” en títulos valores, facilita su colocación, ya que de esta manera, por lo general, existe una pluralidad de inversores.

Por otro lado, la emisión de obligaciones negociables ofrece una gran flexibilidad a la hora de determinar las condiciones del empréstito. A diferencia del financiamiento tradicional, donde son las entidades bancarias las que determinan los términos y condiciones de los créditos; al financiarse a través de ON, es la empresa quién establece el plazo de emisión, la tasa de interés y el período de pago, el régimen de amortización de capital (pudiendo realizar amortizaciones parciales o una única amortización por el monto total al vencimiento del empréstito), si ofrecerá garantías especiales, etcétera. Por consiguiente, teniendo siempre en mente el objetivo de captar el interés de los potenciales inversores, la empresa puede diseñar las obligaciones negociables a ofrecer, dependiendo de su situación y preferencias.

Esta nueva fuente de financiamiento se encuentra al alcance de las sociedades por acciones, las cooperativas y asociaciones civiles constituidas en el país; que

---

<sup>36</sup> **Kenny, Mario Oscar** *Obligaciones Negociables*; 2º edición; Editorial Abeledo-Perrot, Buenos Aires, Argentina [1996]

califiquen como pequeñas y medianas empresas según los parámetros establecidos en la Resolución del Ministerio de Economía 401/89 y sus modificaciones.

El objetivo de las ON, plasmado en su Ley de creación N° 23.576, es otorgar a las empresas la posibilidad de financiar inversiones en activos fijos, capital de trabajo, refinanciamiento de pasivos e integración de aportes de capital en empresas controladas o vinculadas siempre que éstas afecten los fondos así obtenidos a tales fines.

*¿Qué tipo de garantías pueden respaldar la emisión?*

La emisora puede optar por una o más de las siguientes alternativas:

- *Garantía común:* en donde el respaldo está dado por el patrimonio de la empresa emisora. Si la empresa se encuentra bien posicionada en el mercado y cuenta con una trayectoria de solvencia y buena administración, puede ofrecer este tipo de garantía.
- *Garantía especial:* en donde el pago de intereses y capital se asegura afectando uno o varios bienes determinados susceptibles de hipoteca.
- *Garantía flotante:* en donde el pago se encuentra respaldado por bienes muebles, inmuebles y derechos de la entidad emisora, indeterminados.
- *Prenda:* posibilidad de garantizar el pago de capital e intereses con una prenda que recaiga sobre títulos valores o papeles de comercio negociables o créditos pertenecientes a la empresa; o sobre un fondo creado por la empresa (conformando un fideicomiso) para atender los servicios del empréstito.

- *Garantía personal:* donde la emisión se encuentra respaldado por un tercero diferente a la emisora. De esta manera, el obligacionista puede reclamar a dos o más deudores y no sólo a la empresa emisora.
- *Garantía otorgada por una Sociedad de Garantía Recíproca (SGR)*<sup>37</sup>: Las Pymes que sean socias partícipe de una SGR, puede solicitar a la misma que avale la emisión.

### **Régimen simplificado para pequeñas y medianas empresas**

Con el objetivo de facilitarle el ingreso al mercado de capitales y agilizar el procedimiento, el Poder Ejecutivo dictó, el 24 de mayo de 1993, el Decreto N° 1087/93, que posibilita a las pequeñas y medianas empresas hacer oferta pública de obligaciones negociables bajo un régimen simplificado.

De esta manera, se dispuso que la autorización para realizar oferta pública de títulos representativos de deuda se otorgue automáticamente para las Pymes, mediante el simple registro de la emisión en la CNV.

*¿Quiénes pueden ingresar a este régimen?*

Para poder acceder al régimen simplificado, las empresas deben cumplir con dos condiciones:

- Ser sociedades por acciones, cooperativas o asociaciones civiles constituidas en el país.
- Calificar como empresa Pyme según la Resolución del Ministerio de Economía 401/89 y sus modificaciones<sup>38</sup>.

---

<sup>37</sup> Ver Anexo 4: Sociedad de Garantía Recíproca

¿Cuáles son los pasos a seguir?

Para obtener la autorización para cotizar obligaciones negociables, las pequeñas y medianas empresas deben:

- Solicitar el registro de la emisión en la Comisión Nacional de Valores
- Solicitar autorización para cotizar las ON en la Bolsa de Comercio.

*Solicitud de Registro en la Comisión Nacional de Valores<sup>39</sup>*

Para la emisión de obligaciones negociables las pequeñas y medianas empresas deben registrarse en la CNV.

A tal fin, deberán enviar a la CNV el pedido de inscripción adjuntando la siguiente documentación:

- Acreditación de la inscripción en el Registro Público de Comercio; acompañado por copia los instrumentos constitutivos y estatuto de la emisora, y sus modificaciones.
- Copia de la resolución del órgano que dispuso la emisión y colocación por oferta pública de las ON; acompañada por:
  - ▶ Acta de reunión de Directorio convocatoria a Asamblea Registro de Asistencia a Asamblea de Accionistas
  - ▶ Acta de reunión de Directorio donde se establecieron las condiciones particulares de la emisión si correspondiere

---

<sup>38</sup> Ver Anexo 5: Fórmula Resolución 401/89 art. 4°

<sup>39</sup> **Costa Molteni, Agustina** *Guía Obligaciones Negociables para Pymes*. Bolsa de Comercio de Córdoba [www.bolsacba.com.ar](http://www.bolsacba.com.ar)

- Declaración Jurada del encuadramiento de la empresa en Pyme según la Resolución 401/89 y sus modificaciones
- Declaración Jurada del informe especial sobre el costo financiero estimado de la emisión del artículo 37 de la Ley N° 23.576<sup>40</sup> en caso de ser solicitada por la CNV
- Enviar una copia del prospecto una vez autorizado por la Bolsa de Comercio de Córdoba.
- Responder a las observaciones si correspondiere

*Solicitud para cotizar obligaciones negociables en la Bolsa de Comercio de Córdoba<sup>41</sup>*

Solicitud de autorización para cotizar ON (documentación e información inicial):

- Enviar nota con los siguientes datos:
  - ▶ Denominación de la emisora
  - ▶ Actividad principal
  - ▶ Domicilio Social
  - ▶ Sede administrativa
- Acreditar que la emisora es una empresa en marcha y que posee una organización administrativa que le permite atender los requerimientos de información necesarios:
  - ▶ Certificado emitido por contador público
  - ▶ Inspección de la Bolsa de Comercio de Córdoba

<sup>40</sup> Ver Anexo 6: artículo 37 Ley N° 23.576

<sup>41</sup> **Costa Molteni, Agustina;** *Guía Obligaciones Negociables para Pymes*. Bolsa de Comercio de Córdoba [www.bolsacba.com.ar](http://www.bolsacba.com.ar)

- Acreditación de la inscripción en el Registro Público de Comercio; acompañado por copia los instrumentos constitutivos y estatuto de la emisora, y sus modificaciones (certificados por escribano público).
- Declaración Jurada del encuadramiento en Pyme:
  - ▶ Fórmula Resolución 401/89 art. 4°<sup>42</sup>
  - ▶ Formulario AFIP N° 931
  - ▶ Formulario DGI: F439, F503 y/o F509 (cuando corresponda)
- Datos principales de los miembros del órgano de administración, fiscalización y de contralor:
  - ▶ Copia del acta donde figure la última designación de autoridades
  - ▶ Formularios suministrados por la Bolsa de Comercio en carácter de declaración jurada (individualmente para cada integrante)
- Copia de la resolución del órgano que dispuso la emisión y colocación por oferta pública de las ON; acompañada por:
  - ▶ Acta de reunión de Directorio convocatoria a Asamblea
  - ▶ Registro de Asistencia a Asamblea de Accionistas
  - ▶ Acta de reunión de Directorio donde se establecieron las condiciones particulares de la emisión si correspondiere (*en caso de que la Asamblea que resolvió la colocación haya delegado esta responsabilidad al Directorio*).

---

<sup>42</sup> Ver Anexo 5: Fórmula Resolución 401/89 art. 4°



Autorización de cada emisión en particular:

- Constancia del registro de la emisión en la Comisión Nacional de Valores
- Prospecto<sup>43</sup> *(previa corrección de observaciones realizadas por la Bolsa de Comercio)* y acta de Directorio que lo aprueba
- Balances contables firmados por el presidente, contador, síndico y certificados por el CPCE:
  - ▶ De los dos últimos ejercicios
  - ▶ Semestral *(en el caso de haber transcurrido cincuenta o más días de la finalización del semestre)*
  - ▶ Informe del síndico y acta correspondiente a su aprobación por cada ejercicio.
- Copia del acta de la Asamblea que haya decidido la emisión, que incluya los siguientes datos:
  - ▶ Art. 10 de la Ley N° 23.576<sup>44</sup>
  - ▶ Características de los valores a emitir
  - ▶ Forma y plazo de colocación
  - ▶ Destino de los fondos (art. 36 inc.2 Ley N° 23.576<sup>45</sup>)
- Copia del contrato al que se refiere el art. 13 de la Ley N° 23.576<sup>46</sup> (si no correspondiere hacer mención)

<sup>43</sup> Ver Anexo 7: Prospecto de Emisión

<sup>44</sup> Ver Anexo 8: Artículo 10 Ley N° 23.576

<sup>45</sup> Ver Anexo 9: Artículo 36 Ley N° 23.576

<sup>46</sup> Ver Anexo 10: Artículo 13 Ley N° 23.576

- Si se hubiere otorgado garantías para la emisión, copia de los instrumentos respectivos.
- Si las ON fueren:
  - ▶ Cartulares<sup>47</sup>: numeración y bocetos de los títulos o certificado global
  - ▶ Escriturales<sup>48</sup>: documentación referida al sistema de registro
- Publicación en Boletín Oficial (datos a publicar: art. 10 de la Ley N° 23.576<sup>49</sup>)
- Copia de la inscripción de la emisión en el registro Público de Comercio.
- Copia de la propuesta para la actuación de Agentes Colocadores y su aceptación (si correspondiere)

#### *Beneficios otorgados a las pequeñas y medianas empresa*

- Permite acceder a financiamiento a tasas de interés menores en relación a otras fuentes de financiamiento.
- Sus emisiones no están sujetas al requisito de calificación de riesgo.
- Gozan de ventajas impositivas:
  - ▶ *Impuesto al Valor Agregado*: están exentas del IVA, las operaciones financieras y prestaciones relativas a la emisión,

---

<sup>47</sup> Obligaciones cartulares: se documentan a través de láminas, certificados provisorios globales

<sup>48</sup> Obligaciones escriturales: se documentan por inscripción en cuentas llevadas a nombre de sus titulares en un registro.

<sup>49</sup> Ver Anexo 8: Artículo 10 Ley N° 23.576

suscripción, colocación, transferencia, amortización, pago de intereses y cancelación de ON y sus garantías.

- *Impuesto a las Ganancias:* la emisora podrá deducir en cada ejercicio la totalidad de los intereses, actualizaciones, gastos y descuentos de emisión y colocación de ON, siempre que sean colocadas por oferta pública. Por otro lado, también se encuentran exentos del Impuesto a las Ganancias, los resultados provenientes de la compra, venta, cambio, permuta, conversión y disposición de obligaciones negociables, como así también los intereses, actualizaciones y ajustes de capital; en beneficio del inversor.

#### *Información a presentar a la Bolsa posterior a la emisión*

La Pyme que se encuentre cotizando títulos representativos de deuda deberá presentar ante la Bolsa de Comercio de Córdoba información contable periódica, deberá informar cualquier hecho relevante adicional<sup>50</sup> y realizar diferentes publicaciones obligatorias.<sup>51</sup>

### **Pymes que se financian en la bolsa**

Las Pymes argentinas han encontrado en el mercado de capitales una fuente de financiamiento a bajo costo luego de la crisis bancaria del año 2002. Después de la devaluación, en el segundo semestre del 2002, han obtenido del mercado de capitales un millón seiscientos mil dólares (U\$S 1.6 millones). En el año 2003 esta

<sup>50</sup> Información relevante: cualquier hecho no habitual que por su importancia sea apto para afectar en forma sustancial el curso de la cotización de los títulos valores o la situación patrimonial, económica o financiera de la empresa.

<sup>51</sup> Ver Anexo 11: Información posterior a presentar a la Bolsa de Comercio de Córdoba.

suma asciende a nueve millones seiscientos mil dólares (U\$S 9.6 millones) y en el 2004 a diecisiete millones y medio de dólares (U\$S 17.5 millones). *“A través de la emisión de obligaciones negociables (ONs) y fideicomisos 210 empresas se han financiado (en el 2004) gracias al mercado de capitales (contra 101 en el 2003)”*<sup>52</sup>. Dado que el crédito está restringido para muchas empresas que no logran calificar, la flexibilidad que ofrece el mercado de capitales posibilitó a las pequeñas y medianas empresas conseguir fondos de inversores privados e institucionales a pesar de la crisis.

#### *Pymes cordobesas en la Bolsa*

Las empresas que necesitan capital a largo plazo, han encontrado una opción para financiarse en el mercado de capitales, luego de la crisis del sistema bancario. En Córdoba, Casonas del Suquía (Grupo Edisur), Promedón y Cosetel son algunas de las pequeñas y medianas empresas que han utilizado algún instrumento bursátil para financiarse.

*“Luego del default, las empresas cordobesas tomaron la delantera y fueron las primeras en volver al mercado de capitales. Con la emisión de Obligaciones Negociables (ON) por U\$S 1.5 millones en el 2003, la desarrollista cordobesa Edisur se convirtió en la primer empresa en regresar a los mercados bursátiles luego de la crisis además de ser también la primera Pyme en utilizar ese instrumento. Más tarde, otra cordobesa también fue protagonista de un hito en el mercado de valores al transformarse en la primera empresa en emitir ON en pesos”*<sup>53</sup>

---

<sup>52</sup> **Mercado de Capitales de Santa Fe.** Primer Congreso de Economía Provincial. Trabajo realizado por el Grupo de Apoyo de Trabajo del Mercado de Valores Rosario S.A.

<sup>53</sup> **Revista Nuevos Bancos y Seguros.** El Mercado de Valores como instrumento de financiación. Empresas cordobesas se financian a través de la bolsa. Año XII N° 124 [Agosto 2005]

## Obligaciones Negociables en la práctica: Caso PROMEDON S.A. Segunda Emisión<sup>54</sup>

PROMEDON S.A. comenzó su actividad en el año 1985 en la Ciudad de Córdoba. Es una pequeña y mediana empresa cordobesa, dedicada a la fabricación y comercialización de productos médicos – quirúrgicos de alta calidad.

En el primer semestre del año 2004, se produjo la primera emisión de Obligaciones Negociables bajo el Régimen Pymes, por un monto total de un millón de dólares (U\$S 1.000.000.-) a un plazo de tres años desde la fecha de suscripción. La emisión de ON fue autorizada por la Bolsa de Comercio de Córdoba y fue colocada íntegramente bajo el régimen de oferta pública.

En Agosto de 2005, lanza la Segunda Emisión de Obligaciones Negociables para Pymes por un monto total de setecientos mil dólares (U\$S 700.000.-). Los términos de la emisión fueron:

- **Monto:** setecientos mil dólares estadounidenses (U\$S 700.000.-)
- **Plazo:** Veinticuatro (24) meses a partir de la fecha de finalización del período de suscripción.
- **Amortización:** en dos pagos; el primero a los doce (12) meses de la finalización del período de suscripción por un valor equivalente al treinta por ciento (30%) del capital suscripto y el segundo a los veinticuatro meses (24) de la finalización del período de suscripción por un valor equivalente al setenta por ciento (70%) del capital suscripto.

---

<sup>54</sup> Información extraída de: “Promedón S.A. Prospecto Obligaciones Negociables 2ª Emisión por U\$S 700.000.-”

- **Tasa de interés:** ocho por ciento (8%) nominal anual pagaderos trimestralmente
- **Garantía:** Las ON fueron emitidas sin garantía especial. La garantía está dada por el patrimonio de la empresa.
- **Agentes Colocadores:** Escalera Bursátil S.A. Sociedad de Bolsa con domicilio en la calle Maipú 11 -10º C- Córdoba y Dracma S.A. Sociedad de Bolsa con domicilio en calle Rivadavia 57 -3º piso- Córdoba.
- **Plan de afectación de fondos:** La emisora garantiza la aplicación de los fondos a obtener mediante la colocación de ON Segunda Emisión, a inversiones en activos fijos situados en el país, integración de capital de trabajo en el país o refinanciación de pasivos, a la integración de aportes de capital a sociedades controladas o vinculadas a la sociedad emisora cuyo producido se aplique exclusivamente a los destinos antes especificados.

Fue autorizada para cotizar ON por la Bolsa de Comercio de Córdoba por Resolución de Presidencia N° 6/2005 y Registrada en la Comisión Nacional de Valores el 23 de junio de 2005, bajo el N° 91. Colocó la emisión íntegramente bajo el régimen de oferta pública.

## Obligaciones Negociables y la organización de la empresa

Por lo expuesto anteriormente podemos observar que, si bien existe un régimen simplificado para las pequeñas y medianas empresas, éstas últimas requieren contar con una organización suficiente que les permita cumplimentar con todos los

requisitos que imponen las reglamentaciones. Asimismo, deberán contar con un sistema contable que les posibilite disponer de información contable oportuna y confiable.

Las Pymes deben tener en cuenta que, para que los inversionistas depositen su dinero en sus manos, deben contar con proyectos de inversión y crecimientos claros y bien formulados. Además deben transmitir confianza y seguridad de repago, a través de una administración clara y transparente de sus actividades.

## **Encuestas a los especialistas**

Según encuestas realizadas a especialistas del mercado bursátil<sup>55</sup>, los beneficios que otorgan para las pequeñas y medianas empresas los diferentes instrumentos que éste ofrece son innumerables. Tasas altamente competitivas y menores cargas administrativas son las principales ventajas, disminución de los costos por la reducción de la cadena de intermediación; sumado al prestigio que otorga cotizar en la Bolsa y la posibilidad de constituirse en una fuente de fondos constante a mediano y largo plazo.

En el caso puntual de la emisión de Obligaciones Negociables, una de las grandes ventajas que ofrece es la posibilidad de que las pequeñas y medianas empresas estructuren su endeudamiento (en cuanto a tasas, plazos, régimen de amortización, etcétera) con los flujos de fondos que originen sus actividades en particular.

Los beneficios derivados de la obtención de capital por este medio superan ampliamente a los costos asociados, convirtiéndose éstos en irrelevantes desde el punto de vista económico.

---

<sup>55</sup> Ver Anexo N° 12 encuestas a: Cr. Carlos M. Escalera, Presidente de la Bolsa de Comercio de Córdoba y Presidente de Escalera Bursátil sociedad de Bolsa S.A. y Cr. Ricardo Castela, Director de Títulos de la Bolsa de Comercio de Córdoba.

El principal obstáculo que enfrentan las Pymes a la hora de acceder a estas fuentes de financiamiento, según los expertos, es cultural. “Mostrar” la empresa al mercado y actuar bajo una conducta organizada, son factores que provocan “dudas” en los empresarios a la hora de acercarse al mercado de capitales. Otros factores que obstaculizan el camino a las Pymes es la falta de organización administrativa necesaria para cumplimentar con los requisitos que este mercado impone, falta de planificación y proyecciones en el mediano y largo plazo, etcétera.

Las pequeñas y medianas empresas debería en una primera instancia informarse sobre las alternativas que ofrece el mercado de capitales y decidir en consecuencia. Teniendo en mente la necesidad de fondos y los proyectos que desee llevar a cabo, deberán evaluar los diferentes instrumentos y observar si alguno de ellos se ajusta a sus necesidades puntuales.



---

# **CUARTA PARTE**

## **GOBIERNO CORPORATIVO**

### **EN LAS**

## **PEQUEÑAS Y MEDIANAS EMPRESA**

## **Introducción**

La gran importancia que tienen las pequeñas y medianas empresas en la economía de nuestro país, resalta la necesidad de encontrar nuevas formas y medidas que permitan mejorar su desempeño, aumentar su productividad y potenciar su desarrollo.

En mercados tan vertiginosos como los actuales, es fundamental que las empresas se actualicen periódicamente en busca de ventajas competitivas que les permitan diferenciarse. Las Pymes no escapan a esta realidad, más aún, como actores fundamentales de mercados sumamente cambiantes y competitivos; esta búsqueda debe significar una prioridad.

La confianza se ha convertido en una cuestión clave en el mundo empresarial, y el Gobierno Corporativo es un factor sobresaliente en este sentido. La implementación de sus políticas permite un mejor manejo del riesgo, mejoran la reputación de la empresa e incrementan la competitividad.

En un mercado como el argentino, que se enfoca cada vez más a las exportaciones, las Pymes necesitan contar con una administración eficiente y una gestión transparente que les permita obtener mayor solvencia a la hora de enfrentarse con inversores, clientes, entidades bancarias, proveedores, etcétera.

Esta sección tiene como objetivo identificar las principales ventajas que representan para las Pymes incorporar políticas de buen gobierno, principalmente en cuanto al acceso al financiamiento bancario y para la emisión de obligaciones negociables. Básicamente, se hará hincapié en la mejora de la productividad, transparencia y mecanismos de gestión y control.

## **PYMES Y EL ACCESO AL CRÉDITO BANCARIO**

### **Pymes y Corporate Governance**

Las pequeñas y medianas empresas se caracterizan por una gestión informal, falta de información contable confiable, la propiedad de la empresa y su administración generalmente recae sobre la misma persona, falta de capacitación profesional de sus dirigentes, entre otros. Todas estas características atentan contra la productividad de la empresa ya que puede ocasionar que no se tomen las mejores decisiones en cuanto al futuro de la organización. Además, esta situación transmite al exterior un alto grado de incertidumbre, lo cual provoca que sean percibidas como altamente riesgosas e inestables a largo plazo.

Siempre que la empresa no esté preparada para ofrecer a los inversionistas información financiera confiable y transmitan inseguridad, las posibilidades de acceder al crédito bancario serán escasas y a altos costos.

Sin embargo, las Pymes tienen un alto potencial de innovación. Sus estructuras de gobierno son, en general, débiles pero con una fuerte capacidad de cambio si se toma la decisión de transformarse. Las estructuras de las grandes empresas suelen ser más complejas y burocráticas, las luchas de poder son más comunes y tienden a presentar menor flexibilidad que las pequeñas y medianas empresas. Si las Pymes reconocen que este factor puede ser una oportunidad, más que una debilidad; se habrá dado un gran paso.

El Corporate Governance ofrece a las pequeñas y medianas empresas un marco de gobierno que les permita mejorar su gestión, formalizar la administración, contar con información transparente; y como resultado, mejorar su situación ante los ojos de inversionistas, clientes y entidades bancarias, entre otros.

## **Governancia Corporativa y el desempeño de las Pymes**

En un mercado tan vertiginoso y competitivo, el desempeño de las Pymes depende en gran medida de la rapidez con que las mismas se adapten a los cambios y adopten estrategias eficaces. Una organización debe fundamentalmente encontrar herramientas que le permitan obtener ventajas competitivas y destacarse del resto.

### *Propiedad y administración*

Uno de los temas principales que aborda la CG, trata de la dirección de la empresa. Las Pymes en general son administradas por sus propios dueños quienes, en muchos casos, no cuentan con las habilidades y capacidades de gerenciamiento que permita detectar oportunidades del mercado y escoger las mejores estrategias que permitan su aprovechamiento y desarrollo.

Aquellas en las cuales su administración se asienta sobre una persona diferente al propietario, deben contar con las herramientas necesarias para controlar la gestión de los administradores; de manera de asegurar que se tomen las decisiones correctas en miras al cumplimiento de los objetivos. En este caso, es muy probable que se presenten conflictos de intereses en la relación de agencia; donde el o los propietarios actúan como principales y el administrador como agente.

En tal sentido, tanto CG como los códigos de buenas prácticas, ofrecen un marco formal que asegure el cumplimiento de los objetivos de la organización y de los derechos de los propietarios. A través de los mecanismos de representación y el manejo del poder, se encontrarán directrices que, no sólo permitirán un mayor control, sino que se orientarán a la búsqueda de las mejores alternativas y oportunidades para la empresa.

Los problemas de agencia anteriormente nombrados, tenderán a disminuir como consecuencia de una clara focalización por parte de los agentes en los objetivos de la empresa sobre los intereses personales.

Tener en claro cuáles son los objetivos que se persiguen, permite a la empresa encaminarse en esa dirección. De esta manera se formularán las estrategias más apropiadas y los mejores planes de acción. Como resultado, la empresa se encontrará mejor posicionada frente a las amenazas, aprovechará sus oportunidades y al mismo tiempo buscará el fortalecimiento de sus debilidades.

#### *Desempeño, dirección y crédito bancario*

En cuanto al acceso al financiamiento bancario, recordemos que uno de los principales problemas que plantean las entidades bancarias es la dificultad de observar y controlar la gestión de las Pymes. De esta manera, si se aplican políticas de gerenciamiento estandarizadas y se propone un marco donde el poder se encuentre confinado al logro de los objetivos y a lo establecido en los estatutos y códigos de buenas prácticas; permitirá que las entidades bancarias tengan mayor confianza en la toma de decisiones y en la generación de proyectos. El aumento en la productividad de las Pymes proporcionará una situación general de la empresa más prometedora, lo cual a los ojos de los bancos puede representar una ventaja.

### **Comunicación e información**

Como desarrollamos anteriormente, uno de los problemas fundamentales a los que se enfrentan las pequeñas y medianas empresas a la hora de acceder al crédito bancario, es la falta de elaboración y comunicación de información contable confiable y oportuna.

Podemos detectar dos problemas de agencia y asimetría de información separados. Por un lado los que se presentan entre las entidades bancarias (principal) y la empresa (agente), la cual fue descrita en la primer parte del presente trabajo. Por otro lado, encontramos problemas de agencia y asimetría de información entre el o los propietarios (principal) y la administración (agente), en el caso de las Pymes en las cuales ésta última es independiente de la primera. Ambas, requieren de la implementación de sistemas que permitan a los principales obtener toda la información necesaria para la toma de decisiones y el control de la gestión.

El CG propone un marco de gobierno que asegure una fluida comunicación entre agente y principal, que permita a este último visualizar la situación real de la empresa, analizar su rentabilidad, evaluar los riesgos derivados de la concesión de créditos a la empresa, efectuar proyecciones hacia el futuro sobre la evolución de la empresa, etcétera. Con ello, no sólo se lograría una gestión más transparente, sino que además facilitará el cumplimiento de los requisitos que imponen las entidades bancarias.

## **Los grupos de interés social y las Pymes**

En muchos casos las pequeñas y medianas empresas se sienten débiles en comparación con las grandes empresas. Las limitaciones que encuentran por su reducido tamaño o “solvencia” financiera, en comparación con organizaciones de mayor dimensión; hacen presuponer que no tiene las mismas oportunidades.

Si bien esto es cierto en muchos casos, las Pymes deben encontrar la manera de fortalecerse para competir en el mercado. Si se fomenta la colaboración con las entidades y grupos que rodean a la organización, basados en prácticas de buen gobierno, transparencia y confianza; podrían lograr una mejor posición competitiva.

Hacer partícipes al personal en la gestión e implementación de buenas prácticas, les permitirá empaparse con las nuevas políticas de la empresa y direccionar sus esfuerzos en tal sentido. La participación de los recursos humanos en el diseño de una nueva forma de “hacer las cosas” y la percepción de los mismos de que se tienen en cuenta sus opiniones; permiten fortalecer la cultura organizacional y estimular la motivación.

Por otro lado, las pequeñas empresas podrían agruparse o formar redes con otras de sus mismas características y con sus proveedores, diseñando una estrategia colectiva que le permita a cada uno obtener beneficios individuales mediante una acción conjunta.

No olvidemos que la información confiable se convierte una vez más en un aspecto clave al igual que la transparencia en la gestión y en el compromiso de colaboración.

En conjunto, podría significar una mejor calificación por parte de las entidades bancarias y una garantía para los inversionistas.

## **Control**

Si bien en las pequeñas y medianas empresas en general no se justifica la formación de un consejo de fiscalización como en las grandes empresas, una auditoría externa que permita constatar y verificar la información contable y el desempeño de la empresa; podría significar una herramienta clave.

Todos los interesados tendrían la certeza de que la información suministrada por la organización es confiable y que realmente refleja la verdadera situación de la empresa.

## Sistema financiero y Corporate Governance

Como hemos visto, Corporate Governance ofrece las herramientas necesarias para mejorar el desempeño de las pequeñas y medianas empresas, mantener una estructura administrativa que le permita llevar adelante sus proyectos con seriedad y diligencia, ofrecer a las entidades bancarias mayor seguridad a la hora de “invertir” en sus proyectos, disminuir los riesgos asociados, entre otros.

Por lo tanto, la incorporación de políticas de buen gobierno, presenta grandes ventajas para aquellas Pymes que desean desarrollar sus negocios, obtener fondos en el sistema financiero tradicional y proyectarse hacia el futuro como organizaciones confiables y transparentes.

## Corporate Governance y rentabilidad

Las políticas de buen gobierno permiten a las empresas trabajar más eficientemente y ajustarse a los objetivos establecidos.

Un estudio realizado por Institutional Sherholder Service, una consultora especializada en la implementación de buenas prácticas corporativas, afirma que la implementación de prácticas de buen gobierno tiene una relación directa con el aumento en las ganancias: ***“aquellas compañías que tuvieron los más altos estándares de buen gobierno corporativo obtuvieron márgenes de ganancia un 21% por encima del promedio de sus propios sectores. Mientras que en la otra punta del ranking, las empresas con peores calificaciones en la aplicación de estas normas obtuvieron márgenes de ganancia un 6% inferiores a la media.”***<sup>56</sup>

---

<sup>56</sup> **Infobae Profesional.** Empresas: crecen las ganancias con el corporate governance (artículo publicado en [www.infobaeprofesional.com.ar](http://www.infobaeprofesional.com.ar))



## **PYMES Y EL ACCESO AL MERCADO BURSÁTIL**

Las pequeñas y medianas empresas han encontrado en el mercado de capitales nuevos instrumentos de financiamiento, que les permiten llevar adelante sus proyectos de inversión y desarrollarse hacia el futuro. Son innumerables las ventajas que representa para estas empresas el mercado de capitales como ser: posibilidad de obtener financiamiento a mediano y largo plazo, flexibilidad a la hora de diseñar el empréstito en cuanto a tasa, período de pago de intereses, régimen de amortización, etcétera; posibilidad de generar financiamiento continuo de los inversionistas, prestigio por cotizar en la Bolsa de Comercio, beneficios impositivos, tasa realmente convenientes, entre muchos otros.

Entre los instrumentos que ofrece el Mercado de Capitales, encontramos las Obligaciones Negociables que permiten a las mismas financiar sus proyectos de inversión a mediano y largo plazo a tasas realmente atractivas.

Para poder acceder a este mercado, las Pymes necesitan contar con una estructura administrativa suficiente para hacer frente a los requerimientos que las diferentes entidades participantes exigen (Comisión Nacional de Valores, Bolsa de Comercio, etcétera). La transparencia y la claridad en la formulación de los proyectos y en el gerenciamiento de los mismos, debe convertirse en una prioridad.

### **Mercado de Capitales: confianza y seguridad**

Uno de los objetivos del mercado bursátil es generar la confianza y seguridad necesaria para lograr, de esta manera, abaratar los costos del capital y fomentar el financiamiento de las empresas.

Por ello, el mercado de bursátil exige a todos los participantes de la oferta pública, una absoluta transparencia. Así lo refleja el Régimen de Transparencia de la Oferta Pública (Decreto N° 677/2001). El mismo, hace referencia a la necesidad de contar con buenas prácticas corporativas: *“...se ha promovido la conciencia a nivel mundial sobre la importancia de contar con adecuadas prácticas de gobierno corporativo y con un marco regulatorio que consagre jurídicamente principios tales como los de "información plena" "transparencia", "eficiencia", "protección del público inversor", "trato igualitario entre inversores" y "protección de la estabilidad de las entidades e intermediarios financieros"..."*

En este contexto, el Corporate Governance ofrece a las pequeñas y medianas empresas los lineamientos necesarios para ofrecer tranquilidad y confianza a los inversores. De esta manera, se consigue fidelizar a los mismos quienes, en muchos casos, se convertirán en una fuente de financiamiento continua.

## **Mercado bursátil y el deber de informar**

Toda organización o persona vinculada con la oferta pública de títulos valores tiene la obligación de informar todos aquellos hechos o actos de importancia que puedan afectar la cotización de los títulos. Tanto administradores, síndicos, intermediarios, inversores, entre muchos otros; tienen la obligación legal de mantener un flujo de información constante con los entes de contralor. Uno de los objetivos de esta medida, es asegurar que todos los participantes del mercado cuenten con la información necesaria para tomar sus decisiones de inversión, otorgando equidad y transparencia al sistema.

El artículo 5 y 6 del Régimen de transparencia de la Oferta Pública establece la obligatoriedad de comunicar en forma directa, veraz, suficiente y oportuna; tanto a la CNV como a las entidades autorreguladas y al público en general: *“todo hecho o*

*situación que, por su importancia, sea apto para afectar en forma sustancial la colocación de valores negociables o el curso de su negociación.”*

Esta obligación se corresponde con uno de los pilares de la Governancia Corporativa: información confiable y oportuna. De esta manera CG, ofrece el marco necesario para cumplimentar con éxito lo anteriormente expuesto. En otras palabras, brindar información veraz se convierte, bajo los principios de CG, en una política incorporada a la “forma de ser” de la empresa y ya no en una obligación impuesta.

## **Mercado de Capitales y el deber de lealtad y diligencia**

El Corporate Governance hace hincapié en el compromiso, la responsabilidad y el “hacerse cargo” de las consecuencias (“accountability”), de los directivos de las empresas de manera de responder ante los “dueños” de la misma.

Correlacionadamente, el artículo 8 del Régimen de Transparencia de la Oferta Pública establece:

*“ARTICULO 8º – Deber de lealtad y diligencia. En el ejercicio de sus funciones las personas que a continuación se indican deberán observar una conducta leal y diligente. En especial:*

*a) Los directores, administradores y fiscalizadores de las emisoras, estos últimos en las materias de su competencia, deberán:*

*I) Hacer prevalecer, sin excepción, el interés social de la emisora en que ejercen su función y el interés común de todos sus socios por sobre cualquier otro interés, incluso el interés del o de los controlantes.*

*II) Abstenerse de procurar cualquier beneficio personal a cargo de la emisora que no sea la propia retribución de su función.*

III) Organizar e implementar sistemas y mecanismos preventivos de protección del interés social, de modo de reducir el riesgo de conflicto de intereses permanentes u ocasionales en su relación personal con la emisora o en la relación de otras personas vinculadas con la emisora respecto de ésta. Este deber se refiere en particular: a actividades en competencia con la emisora, a la utilización o afectación de activos sociales, a la determinación de remuneraciones o a propuestas para las mismas, a la utilización de información no pública, al aprovechamiento de oportunidades de negocios en beneficio propio o de terceros y, en general, a toda situación que genere, o pueda generar conflicto de intereses que afecten a la emisora.

IV) Procurar los medios adecuados para ejecutar las actividades de la emisora y tener establecidos los controles internos necesarios para garantizar una gestión prudente y prevenir los incumplimientos de los deberes que la normativa de la COMISIÓN NACIONAL DE VALORES y de las entidades autorreguladas les impone.

V) Actuar con la diligencia de un buen hombre de negocios en la preparación y divulgación de la información suministrada al mercado y velar por la independencia de los auditores externos

b) Los agentes intermediarios..."

De esta manera los principios de Corporate Governance se correlacionan, una vez más, con las obligaciones legales que establece el régimen de oferta pública. Podemos visualizar la importancia que confiere la aplicación de políticas de buen gobierno para aquellas Pymes que deseen ingresar al régimen en busca de financiamiento.

## **Mercado bursátil y sistemas de control**

Otro elemento a tener en cuenta son los sistemas de control, necesarios para monitorear el desempeño de la empresa emisora en cuanto al cumplimiento de sus

objetivos y obligaciones. Corporate Governance propone que las empresas cuenten con los mismos de manera de lograr que las estrategias y objetivos, así como las obligaciones; sean controladas en cumplimiento de los intereses de los propietarios e inversores.

Por otra parte, el Régimen de Transparencia para la Oferta Pública en su artículo 10, prevé la obligación de las empresas emisoras de incorporar procedimientos de control establecidos por las entidades autorreguladas a fin de prevenir violaciones a las diferentes reglamentaciones.

Además, la Comisión Nacional de Valores exige a las empresas que han emitido títulos, entregar en tiempo y forma los avances en el plan de afectación de los fondos; con el objetivo de monitorear las inversiones realizadas.

## Mercado de Capitales y Corporate Governance

De lo anteriormente expuesto podemos observar que, la internalización y puesta en práctica de los principios de Corporate Governance, son casi imprescindibles para ingresar al Mercado de Capitales en busca de fuentes de financiamiento.

Aquellas empresas que cuenten con buenas prácticas de gobierno, se encontrarán mejor posicionadas a la hora de solicitar las autorizaciones correspondientes y tendrán un mayor impacto en los inversionistas. Además, al ofrecer mayor seguridad y transparencia, tendrán la posibilidad de acceder a fondos a menores tasas dado que se elimina gran parte del riesgo. *“La aplicación de estas normas de buen gobierno corporativo impactan también en la precalificación de las Obligaciones Negociables que pueda emitir una empresa. Cuando se realiza una emisión de ON, los inversores acostumbran aplicar un descuento de hasta el 40% en el precio de los bonos corporativos. En cambio, según la consultora, las compañías europeas y estadounidenses que están aplicando prácticas de corporate governance han logrado reducir ese descuento*

hasta el 11%.”<sup>57</sup> **“Para los inversores institucionales, este último aspecto era mucho más importante:** casi 70% dijo que fue uno de los tres aspectos más importantes relativos a la responsabilidad empresarial, seguido por los altos estándares de gobierno corporativo (62%) y de comportamiento ético del personal (46%).”<sup>58</sup>

El Corporate Governance no sólo les brindará la oportunidad de ofrecer confianza a los inversionistas, sino que además proveerá de la estructura administrativa necesaria para cumplimentar con los requisitos exigidos por las entidades de contralor. De la misma manera, la disponibilidad de información contable confiable como política de la empresa, permitirá cumplir con las exigencias de datos posteriores a la emisión.

Todo esto, acompañado de un mejor desempeño de la organización, brindará las bases necesarias para el acceso a fuentes de financiamiento continuas que posibilitarán el crecimiento y desarrollo de las pequeñas y medianas empresas de la mano del Mercado de Capitales. *“Una empresa que aspire a acceder al mercado global de capitales y **adopte una postura de cumplimiento regulatorio**, complementada con una estrategia de comunicación inteligente con el mercado sobre sus actividades de buen gobierno corporativo, **podría lograr inferiores costos de financiación** relacionados con una prima de riesgo percibida como menor por el mercado en relación con sus pares que tengan esquemas menos transparentes”*<sup>59</sup>

En una entrevista realizada por Infobae Profesional, Alberto Schuster, director de KPMG, en la Argentina afirma: *“De lo que hay que convencer a las compañías es de que aplicando los códigos de buenas prácticas se obtiene una mayor competitividad a través de un mejor acceso al mercado de capitales, mediante una menor tasa de interés y además una menor exposición a fraudes corporativos”*<sup>60</sup>

<sup>57</sup> Infobae Profesional. Empresas: Crecen las ganancias con Corporate Governance

<sup>58</sup> Infobae Profesional. Directivos e inversores valoran las buenas prácticas empresarias

<sup>59</sup> Infobae Profesional. Implementar reglas de gobierno corporativo permite bajar costos

<sup>60</sup> Infobae Profesional. Mejorar el gobierno Corporativo aumenta la rentabilidad de la firma.

# **QUINTA PARTE**

## **HERRAMIENTAS PARA LA IMPLEMENTACIÓN DE CORPORATE GOVERNANCE EN LAS PYMES**

## **Propuestas generales**

Ya que la mayoría de las recomendaciones que brinda Corporate Governance a las organizaciones fueron desarrolladas principalmente para las grandes corporaciones, esta sección intentará “bajar” las mismas a la realidad y posibilitar a las pequeñas y medianas empresas incursionar en el tema.

De esta forma, tendrán acceso a una serie de propuestas que permitirán a todas aquellas Pymes interesadas, introducirse en el mundo de la Governancia Corporativa. Esto les permitirá comprender que las prácticas de buen gobierno, no están tan lejos de su alcance.

Para posibilitar la implementación de las prácticas de buen gobierno se desarrollará:

- Un detalle general de las medidas que permitan a las Pymes comenzar a interiorizarse en las prácticas de buen gobierno.
- Una descripción general de las principales políticas que rodean al CG, que permitan a los propietarios tenerlas en cuenta a la hora de gestionar sus empresas.
- Principales directrices que permitan a las pequeñas y medianas empresas desarrollar sus propios códigos de buenas prácticas.



## **Medidas para interiorizarse en el campo de Corporate Governance**

### *Análisis organizacional*

Todo cambio organizacional requiere de un análisis preliminar de la situación de la empresa. Es fundamental como punto de partida tener una visualización real y concreta del escenario para así poder detectar aquellos puntos que deben modificarse para alcanzar los objetivos propuestos.

Los aspectos a analizar se basan principalmente en la forma de dirección y administración de la empresa, los valores subyacentes que determinan su cultura y su comportamiento frente a los grupos de interés. El sistema de propiedad y la distribución de responsabilidades y toma de decisiones, son factores claves a tener en cuenta.

De esta manera, un diagnóstico organizacional enfocado en la administración de la empresa, permitirá determinar cuál es la estructura de Governancia actual de la organización y qué medidas deberían tomarse en pos de implementar políticas de buen gobierno corporativo.

Es recomendable que esta labor la lleve a cabo una consultora externa, de manera de otorgarle al análisis mayor objetividad y confiabilidad a los resultados. Sin perjuicio de ello, es esencial la colaboración de todos y cada uno de los actores, teniendo siempre presente el deseo de convertirse en una empresa que mira hacia el futuro y se compromete con el cambio.

### *Directorio*

En la mayoría de las pequeñas y medianas empresas, la dirección de la misma está a cargo de su propietario, que en muchos casos no se encuentra capacitado para

llevar adelante proyectos de grandes magnitudes por falta de profesionalización. Además, pueden ver influenciados su accionar por cuestiones familiares, emotivas o tradicionales.

En tal sentido, es conveniente que el Directorio de la empresa, además de estar compuesto por sus propietarios, cuente al menos con un especialista en dirección de empresas y administración de sociedades. De esta manera, se puede otorgar mayor confianza debido a que las decisiones no recaen en una sola persona o en personas poco capacitadas y que se cuenta con un representante que es ajeno a la propiedad de la empresa y se ha comprometido a velar por los objetivos de la misma. Contar con un Director independiente y capacitado permitirá a la empresa lograr una visión objetiva y racional de los acontecimientos y de las decisiones correctivas necesarias. Del mismo modo, tener un Director independiente permitirá disminuir los conflictos de interés que se presentan.

Complementariamente, es importante que todas las decisiones del Directorio queden asentadas en actas que reflejen todas y cada una de las decisiones tomadas por el mismo. De esta manera, no sólo se evitan conflictos de interés, sino que además se contribuye a una transparencia de gestión y de información.

Las responsabilidades y obligaciones de los Directivos deben estar claramente expresadas en los elementos constitutivos de la empresa y en códigos de buenas prácticas, persiguiendo su compromiso, dedicación y adición a las prácticas de buen gobierno corporativo. Los Directivos deben comprometerse en comunicar todo hecho o acto que pueda afectar a la empresa, lo cual debe a su vez estar especificado en el estatuto y en el código de buenas prácticas.

Por último, es necesario que esté claramente definida la política de remuneración de los Directivos y de la Gerencia.

### *Sistemas de información*

Como analizamos a lo largo de todo el presente trabajo de graduación, contar con información veraz, clara y oportuna; es una de las principales variables a tener en cuenta tanto en lo referido a Corporate Governance como para acceder a fuentes de financiamiento.

Existen diferentes software de gestión, desde los más simples a los más complejos, que permiten a las organizaciones llevar un seguimiento y control de toda su información de manera de que esté disponible cuando sea necesario. Dependiendo de la estructura organizacional, la magnitud de los negocios y las necesidades particulares de la empresa; es recomendable escoger un sistema informático que les posibilite llevar un control más eficiente de la actividad.

### *Información contable*

La información contable de la empresa debe ajustarse a las normas contables exigidas por ley y, en caso de cotizar en el mercado de capitales, deberá observarse la normativa exigida por la Comisión Nacional de Valores al respecto.

### *Administración de riesgos*

La Administración de riesgo se ha convertido en un imperativo para la administración eficiente de las organizaciones en mercados turbulentos y cambiantes. Todas y cada una de las empresas, sean grandes o pequeñas, se enfrentan a constantes riesgos ya sea externos (producidos por contingencias externas a la organización) como internos (generados por la propia actividad de la empresa).

La Real Academia Española define riesgo como: “Contingencia o proximidad de un daño”

Principales riesgos<sup>61</sup>:

- Riesgo de crédito: que el deudor no cumpla con las condiciones pactadas.
- Riesgo de mercado: que las condiciones de mercado cambien (tasa de interés, tipo de cambio, etcétera) y los activos pierdan valor o los pasivos lo incrementen.
- Riesgo de liquidez: que la empresa no cuente con recursos líquidos que le permitan hacer frente a sus obligaciones y tenga que vender activos por debajo de su valor o inclusive cerrar el negocio.
- Riesgo operativo: Pérdidas por fallas en los procesos (humanas o de sistema).

La Administración de riesgos, por tanto, se refiere a la aplicación de estrategias y planes de acción con el objetivo de eliminar o mitigar los efectos económicos e institucionales generados por los riesgos.

Para ello, es importante como paso preliminar la identificación de las fuentes que los generan y tomar una postura proactiva frente a los mismos. En otras palabras, para lograr una administración eficiente y evitar o reducir los costos aparejados; los administradores deben prever los riesgos que amenazan a la organización y tomar decisiones al respecto antes que el daño “esté hecho”. La clave es preguntarse: ¿qué pasa si...?

---

<sup>61</sup> **Salgar, Jorge.** Conferencia: “Administración de riesgos. Un ejercicio simplificador” (Presentación Power Point) Junio 2004

La Administración de riesgos consiste en:

- Detección e identificación de los riesgos potenciales
- Evaluación de los efectos potenciales y su probabilidad de ocurrencia
- Planificación de estrategias y planes de acción a seguir
- Aplicación y seguimiento

A la hora de definir las estrategias a seguir, un factor determinante es la relevancia del riesgo en si para la organización. Si el riesgo analizado no presenta consecuencias posibles importantes o los costos que genera son en realidad despreciables, la administración puede optar por no emprender ninguna acción al respecto. Por el contrario, si se observa que el riesgo puede producir efectos negativos directos para la organización pero su probabilidad de ocurrencia es baja, se puede optar por realizar un seguimiento del mismo y actuar si la probabilidad de ocurrencia aumenta. Por otra parte, si el riesgo es significativo y la probabilidad de ocurrencia es alta, es importante tomar una posición proactiva de mitigar o eliminar, si es posible, su impacto.

Lo importante es que la administración de la empresa tome un compromiso con el análisis y la administración de riesgos de manera de estar preparados ante contingencias externas o riesgos producidos por su propia actividad. De esta manera, aseguran una administración más eficiente, brindan mayor confianza a los inversionistas al estar comprometidos con la planificación, seguimiento y planes de acción para disminuir el riesgo comercial y financiero.

Para establecer una política de administración de riesgos, la empresa deberá seguir los siguientes pasos (basados en la norma AS/NZS 4360:1999):

- Compromiso de la Dirección

Es fundamental que el Directorio de la empresa tenga un verdadero compromiso con la política de administración de riesgo, lo comunique y se convierta en un “modelo a seguir” por todos los integrantes de la organización. Sin el apoyo de los altos directivos y la instauración de una filosofía de trabajo proactiva, no se podrán obtener los resultados esperados.

#### ● Desarrollar la política y la estructura organizacional

Una vez que se ha determinado los métodos que se emplearán para el análisis y administración de riesgos, es importante su documentación. De esta manera servirá de guía de capacitación y consulta para todos los integrantes de la organización. Algunos ejemplos de los temas que debe incluir son:

- ▶ Definición de objetivos y planes de acción a seguir dependiendo de los efectos posibles y la probabilidad de ocurrencia.
- ▶ Detalle de los riesgos que requieren medidas inmediatas y distribución de responsabilidades.
- ▶ Método de documentación
- ▶ Método de revisión y control de la efectividad de los planes.

#### ● Comunicación

Para que la política de administración de riesgos sea eficiente, debe formar parte de la cultura organizacional de la empresa, donde todos y cada uno de los responsables de la dirección y administración se comprometan con su cumplimiento. En este punto, la comunicación interna es un factor determinante.

#### ● Administrar riesgos a nivel organizacional

Los procesos de administración de riesgo deber estar integrados con los procesos de planificación y toma de decisiones. De esta manera se busca que se cree una conciencia real de las políticas y su aplicación en todos los ámbitos de la organización.

#### ● Administración de riesgos a nivel de proyectos

La administración de riesgos debe estar presente no sólo en las actividades que lleva a cabo la organización, sino también a la hora de formular y evaluar nuevos proyectos. Cualquier emprendimiento que esté bajo estudio deberá contener un estudio de los riesgos potenciales, su probabilidad de ocurrencia y una medición de las posibilidades de emprender planes de acción para disminuir los costos aparejados.

#### ● Monitoreo, control y revisión

Al igual que cualquier política que lleve adelante la organización, es importante llevar adelante sistemas de monitoreo y control que permitan determinar si se está cumpliendo con lo planificado, los resultados obtenidos y aplicar las correcciones pertinentes de ser necesario. La retroalimentación es parte fundamental de cualquier actividad que lleve adelante la dirección de la empresa.

### *Confección del Código de Buenas Prácticas*

El Código de Buenas Practicas es un instrumento fundamental si se quiere incursionar en el tema de la Governancia corporativa. Representará el conjunto de normas y lineamientos a seguir, los cuales reflejarán el compromiso de toda la organización con los principios de Corporate Governance.

Deberá ser confeccionado de manera tal que alcance todos los aspectos organizacionales y que sirva como guía del accionar y comportamiento de todos y cada uno de los integrantes de la organización. Reflejará la estructura de gobierno de la empresa y deberá ser lo suficientemente flexible como para permitir su continua revisión y mejoramiento.

#### *Comunicación y compromiso*

Es indispensable contar con una estrategia de comunicación interna que permita concientizar a todos los integrantes de la organización en el proceso de cambio e implementación de políticas de buen gobierno. La participación de todos los actores involucrados, su compromiso y aceptación es fundamental para el buen desarrollo de las políticas.

Corporate Governance debe convertirse en la “forma de pensar” de la organización, con el objetivo de la mejora continua para alcanzar las metas organizacionales.

### **Teorías que rodean al Corporate Governance**

Este apartado tiene como objetivo introducir a los lectores en diferentes teorías que pueden ser muy útiles a la hora de gestionar sus empresas.

#### *Teoría de agencia*

Como se desarrolló anteriormente, la teoría de agencia hace referencia a la relación existente entre dos partes: “el principal” propietario del capital y “el agente” el cual actúa en representación de aquel para la generación de riqueza. El principal delega en el agente la defensa de sus intereses. Para ello, el principal otorga al agente



facultades de administración y toma de decisiones. Esta relación de agencia, puede traer consigo conflictos de intereses, por los cuales el agente prioriza sus intereses personales por sobre los de la organización.

El conocimiento de esta teoría permite a los “principales” buscar continuamente métodos de resolución de conflictos de intereses y estar atentos al desempeño de los “agentes”.

#### *Teoría de organización*

Esta teoría, en contraposición a la teoría de agencia, afirma que las personas guiadas por su deseo de obtener éxito profesional y reconocimiento; tienden a realizar un buen trabajo. Para ello, la organización debe poseer una estructura suficientemente clara que permita desarrollar las funciones de cada individuo, con una correcta asignación de tareas, autoridad, responsabilidad y distribución del poder.

En síntesis, esta teoría postula que los logros y éxitos de la empresa dependen de su estructura organizacional.

#### *Teoría Basada en los Recursos y Capacidades*

Esta teoría se focaliza en los factores internos de la organización en cuanto a recursos y capacidades y cómo éstos “hacen la diferencia” entre una empresa y otra. Su premisa fundamental se funda en la existencia de heterogeneidad en el manejo de los recursos entre empresas de igual sector, y afirma que esa heterogeneidad es la que ocasiona que aquellas obtengan diferentes resultados.

Así, propone concentrarse en potenciar las capacidades de la empresa para lograr los objetivos estratégicos y orientar la toma de decisiones en esa dirección.

### *Stakeholders Theory*

Esta teoría hace hincapié en aquellos grupos tanto internos como externos que tienen un interés real en la empresa y cuentan con la legitimidad necesaria como para participar en ella. Intenta estudiar la naturaleza de las relaciones entre la empresa y sus stakeholders, sus interacciones y resultados. Hace referencia a la incorporación de estos estudios a la toma de decisiones, tomando un compromiso con los clientes, proveedores, el gobierno, entre otros; para aprovechar la sinergia de las relaciones y trabajar en un clima de colaboración.

Así mismo, traduce la importancia de tener presente el efecto de las decisiones empresariales en cada uno de estos grupos de interés, y los beneficios de tomar en cuenta sus necesidades y tomar decisiones en consecuencia.

### **Código de Buenas Prácticas**

El objetivo de este apartado es brindarle a las organizaciones las principales directrices para crear sus códigos de buenas prácticas interno, de manera de dar los primeros pasos en la implementación de políticas de buen gobierno corporativo. Estos lineamientos están basados en los principios de la OCDE para la Governancia Corporativa.

Para la realización de un código de buenas prácticas eficiente, quienes lo confeccionen deben tener presente en todo momento los principios de transparencia, responsabilidad, rendición de cuentas e integridad. Debe entenderse como una apuesta hacia el futuro donde es necesario el compromiso y la dedicación de todos y cada uno de los integrantes de la organización; formando parte de sus valores empresariales. Es importante rever los estatutos e instrumentos fundacionales para observar si se corresponden con las políticas de buen gobierno corporativo.

### *Contenido del Código de Buenas Prácticas*

Todas las decisiones, actividades y negocios de la empresa deberán estar basadas en las normas y lineamientos que establece el código de buenas prácticas. Debe ser correctamente comunicado tanto interna como externamente y estar disponible en todo momento para su consulta.

## DIRECTORIO

Deberá estar claramente establecido que el objetivo primero del Directorio es la **creación de valor**. De esta manera, todas las decisiones, actividades, directrices, etcétera; estarán orientadas a la búsqueda de generar valor para la empresa.

Las funciones, responsabilidades, obligaciones y deberes de los Directores deben estar claramente detalladas. Sobre ellos recae la conducción de la organización, por lo que deben establecerse las limitaciones de su accionar, la toma de decisiones, los objetivos específicos a cumplir y los métodos de monitoreo de su gestión.

Asimismo, deberá especificarse las normas de constitución del Directorio, cantidad de miembros, las cualidades y capacidades, aptitudes y valores; que deben reunir los miembros del directorio para formar parte del mismo, el respeto al deber de lealtad y diligencia, duración en el cargo, entre otros.

En cuanto al funcionamiento del mismo, deberán detallarse los hechos y actos por los que es obligatorio realizar reuniones de Directorio, establecer la obligatoriedad de la confección de actas donde consten las decisiones tomadas. Es conveniente que quede expresamente consignada la necesidad de confeccionar agendas anuales que aseguren el correcto tratamiento de los temas que competen al Directorio.

Del mismo modo, es importante que existan las siguientes secciones:

- Métodos de resolución de conflictos de intereses;

- Métodos de planificación y control;
- Hechos y actos que requieren llamado a Asamblea Ordinaria y Extraordinaria;
- Criterios de fijación de remuneraciones;
- Deber de asegurar la veracidad, oportunidad y exactitud de la información económica y financiera de la empresa. Seguimiento y medidas correctivas;
- Establecer los criterios de monitoreo del desempeño de los Directivos, quienes deberán confeccionar informes periódicos sobre su gestión;
- Obligatoriedad de cumplir con programas de capacitación continua;
- Responsabilidades generales y específicas del Presidente del Directorio.
- Responsabilidades generales y específicas de Directores Titulares
- Responsabilidades generales y específicas de Directores Suplentes
- Detalle de prácticas prohibidas de los Directores

#### ACCIONISTAS (PROPIETARIOS)

Deberán fijarse las normas necesarias en cuanto a:

- Detalle de los actos y hechos que originen la convocatoria a Asamblea;
- Mecanismos de representación de los accionistas en las Asambleas;
- Respeto a las minorías;
- Procedimientos de votación;

- Derecho a recibir toda la información necesaria para la toma de decisiones (detalle de la información que se les debe brindar obligatoriamente);
- Posibilidad de debatir, aportar ideas y soluciones;
- Obligación del Directorio de reglamentar la convocatoria, celebración y finalización de las reuniones de Asamblea;
- Directrices que especifiquen el detalle que debe contener el Orden del Día de las Asambleas;
- Registro de las Reuniones de Asamblea en Actas que permitan llevar un control de las decisiones tomadas por la Asamblea y posibiliten el monitoreo del accionar del Directorio.

Es importante que queden expresamente puntualizados los derechos de los accionistas y las directrices necesarias para su cumplimiento. De la misma manera es importante resaltar la necesidad de monitorear el cumplimiento de los mismos.

## INFORMACIÓN

En cuanto a la información, deberá exigirse la transparencia, veracidad, fluidez y oportunidad de la misma. La responsabilidad del cumplimiento de este requerimiento, está en manos del Directorio, quien deberá implementar los métodos necesarios que aseguren el monitoreo y seguimiento de la información económica, financiera y no financiera de la organización; y los medios por los cuales será comunicada a los diferentes actores.

Asimismo, convendrá redactar un apartado que refleje el deber de confidencialidad de la información.

Se determinarán detalladamente las normas contables e internas a las que se ajustará la información financiera de la empresa, la periodicidad de los informes parciales que se les otorgará a los accionistas (propietarios), entre otros.

En caso de poseer una página de Internet institucional, se deberán acordar sus características generales, la información que deberá contener, los métodos de actualización periódica, etcétera.

Es importante que se acuerde la confección de un informe sobre las medidas de Gobierno Corporativo que refleje el desempeño de la empresa en este tema y sea utilizado para evaluar si se han alcanzado los objetivos deseados o el nivel de gobernancia esperado.

#### AUDITORIA

Es necesario establecer un sistema de control y monitoreo de la administración de la sociedad. Como estamos frente a pequeñas y medianas empresas, la auditoria recae en la sindicatura que deberá estar formada por al menos un síndico titular y un síndico suplente. En esta sección deberán especificarse sus funciones y responsabilidades en concordancia con la ley y los estatutos. Se establecerán los procedimientos necesarios para el cumplimiento de su función

#### ADMINISTRACIÓN Y RESOLUCIÓN DE CONTROVERSIAS

La Compañía deberá adoptar sistemas para la administración y resolución de controversias, así como mecanismos para promover las buenas relaciones comerciales y la convivencia de los accionistas, los grupos de interés y los administradores. Las controversias y reclamos deberán solucionarse en base a

mecanismos preestablecidos (por ejemplo: negociación, conciliación, arbitraje, entre otros).

## GRUPOS DE INTERÉS

En este apartado deben reconocerse los derechos de todos aquellos actores que directa o indirectamente poseen algún derecho sobre la empresa o colaborar con su desarrollo y crecimiento. Es importante que se reconozcan las ventajas de trabajar en conjunto con todas aquellas personas o entidades que aportan a la consecución del objeto social de la organización.

Además, deberán detallarse las pautas de conducta que se deben respetar a la hora de relacionarse con cada grupo en particular, identificando sus características y las sinergias que favorecen a desarrollo de la empresa.

Se deberá identificar y diferenciar:

- Los consumidores de los productos y/o servicios de la organización, la política de atención al cliente, recepción y procesamiento de consultas y recomendaciones, resolución de conflictos. Se deberá establecer la obligatoriedad de la empresa para con los consumidores, comprometiéndose a ofrecerles productos con una equitativa combinación precio – calidad.
- Los proveedores de bienes y servicios utilizados por la compañía. Estableciendo los mecanismos de negociación en cuanto a precios y sistemas de contratación, teniendo presente la calidad, precio adecuado y cumplimiento de las condiciones pactadas. Se deberán establecer las condiciones de garantía y servicio post venta que se pretende, y fomentar el trabajo en conjunto para la consolidación de relaciones comerciales a largo plazo.

- Se deberán establecer mecanismos que permitan monitorear el cumplimiento de las normativas legales de los organismos de regulación, control y vigilancia del Estado.
- Se deberá asegurar la libre competencia de mercado frente a los competidores.
- En cuanto al personal, se deberá garantizar un trato justo y equitativo, promoviendo el desarrollo personal y la carrera profesional, comprometiéndose a la capacitación continua.
- Se deberá asegurar un compromiso con el área de influencia de la empresa y la sociedad, colaborando con el desarrollo y crecimiento de la actividad económica general, y contribuir con el empleo dentro de las posibilidades reales de la empresa y las necesidades derivadas del contexto externo.
- Se establecerán mecanismos de protección y garantía a los tenedores de títulos y acreedores en general de la empresa, permitiendo el monitoreo y control por parte de ellos del cumplimiento de las políticas de buen gobierno corporativo y facilitándoles toda la información necesaria para la toma de decisiones.

## ADMINISTRACIÓN DE RIESGOS

La empresa deberá fijar la política de riesgo que formará parte de la filosofía de la organización y documentará:

- Objetivos y planes de acción a seguir dependiendo de los efectos posibles y la probabilidad de ocurrencia.



- Detalle de los riesgos que requieren medidas inmediatas y distribución de responsabilidades.
- Método de documentación de resultados.
- Método de revisión y control de la efectividad de los planes.

## RESPONSABILIDAD SOCIAL

Se deberán adoptar políticas responsables en las siguientes áreas:

- Política ambiental
- Protección de la propiedad intelectual
- Políticas anti soborno
- Políticas de inversión social
- Comunicación

El código de buenas prácticas de la organización, además, deberá:

- Estar adaptado a la cultura organizacional de la empresa;
- Ser coherente con los estatutos e instrumentos fundacionales;
- Detallar todos los demás aspectos que la empresa considere relevante para el afianzamiento de una cultura orientada a la responsabilidad, compromiso, transparencia, honestidad, equidad, respeto y con el objetivo de crear valor.

## CONCLUSIÓN

En el mundo de los negocios la búsqueda de nuevas formas de management e innovación en los mercados, se ha convertido en una de las piezas claves para el éxito. La necesidad de mantener un alto grado de competitividad sostenible en el tiempo es hoy requisito indispensable para la supervivencia tanto de pequeñas como de grandes empresas.

Nuestro país ha protagonizado un fuerte crecimiento de la economía en los últimos años. La capacidad productiva de las empresas está llegando a su límite lo que hace indispensable la inversión a largo plazo para mantener esta tendencia de desarrollo. En este contexto, la obtención de capital se ha vuelto uno de los principales retos. Las modalidades de endeudamiento y los costos y rendimientos razonables para los participantes, son los aspectos a analizar en el nuevo escenario que se presenta para el Mercado de Capitales Argentino.

El sistema financiero tradicional esta inmerso en una etapa de ajustes tendientes a lograr una reactivación. Pero la realidad nos marca que acceder a un crédito en estos días todavía es un desafío a alcanzar. Sobre todo para las pequeñas y medianas empresas que enfrentan grandes dificultades a la hora de calificar. La informalidad de los demandantes de crédito vista por la falta de información contable y financiera, bajo nivel de seguimiento y control objetivo de la toma de decisiones, entre tantos otros factores; generan un alto nivel de incertidumbre. Bajo estas condiciones, raramente las entidades financieras aporten fondos a sus proyectos bajo condiciones “aceptables” para ambos participantes.

Por otro lado, el mercado bursátil a través del denominado proceso de desintermediación, ofrece hoy en día una gran cantidad de herramientas financieras para las pequeñas y medianas empresas. El sistema bursátil ha avanzado considerablemente en facilitar el acceso de las mismas al mercado de

capitales, disminuyendo los requisitos administrativos, ofreciendo tasas en un marco competitivo, etcétera. Sin embargo, las empresas que deseen acceder a alguno de estos instrumentos deben tomar conciencia de la importancia de convertirse en empresas “serias”, lo que significa la adopción de una estructura formal y real, en condiciones de interactuar con el medio en proyectos a largo plazo siendo altamente previsibles, confiables, transparentes, con objetivos claros y planes de acción concretos.

La aplicación de políticas de buen gobierno corporativo brindará a las empresas la organización y estructura necesarias para brindar mayor información, cumplir con los requisitos que solicitan los acreedores y mantener una “buena conducta”.

Por lo tanto, la manera en que se “gobiernan” o administran las sociedades, es una pieza fundamental. El efectivo gobierno implica poner énfasis en la adopción del Modelo Legal a la administración de la empresa.

Así como las políticas de calidad total que aseguran al cliente la confiabilidad en los productos y servicios se han convertido en requisito indispensable para competir en los mercados; pronto las políticas de buen gobierno que testifiquen la transparencia, equidad y respeto por todos aquellos que forman parte de las sociedades, también lo será. Quienes tomen la delantera, obtendrán ventajas competitivas sobre el resto.

Es un camino largo por recorrer y la barrera cultural es un escollo importante. Es indispensable que las empresas mantengan en mente durante el proceso, cuáles son los factores más importantes desde el punto de vista de los inversores:

- Independencia en la toma de decisiones tendientes a la creación de valor.
- Clara determinación de los roles, responsabilidades y competencias de los miembros del Directorio y de la Alta Gerencia.

- Directorios integrados por personal capacitado para afrontar los desafíos que enfrenta la empresa.
- Sistema de compensación y remuneración de los directivos y gerentes claramente definido.
- Códigos de ética aplicados y sistemas de control.
- Sistema de incentivos.
- Sistemas de administración de riesgos.
- Sistema de participación de los propietarios mediante la votación.
- Protección de los derechos de los accionistas minoritarios.
- Creación de cadenas de valor.
- Colaboración y cooperación con grupos de interés social.

A partir de estas premisas, las Pymes deben adoptar el objetivo de orientar la totalidad de la empresa hacia el objetivo último: la creación de valor.

En síntesis, un buen gobierno corporativo es aquel que asegura que:

- Los miembros del Directorio deben actuar a favor a los intereses de los propietarios.
- La empresa debe actuar dentro de los parámetros de la ley y de la ética. Con igual criterio debe tomar todas las medidas tendientes a evitar los conflictos de agencia con respecto a sus empleados y funcionarios.
- Todos los propietarios deben tener los mismos derechos en cuanto a la participación en el gobierno de la sociedad y deben recibir un trato igualitario del Directorio y de la Gerencia y sus estamentos.

- Los derechos de los propietarios y de los demás participantes deben estar claramente delimitados y comunicados.
- El Directorio debe contar con la independencia suficiente como para actuar con diligencia y transparencia, tanto interna como externamente.
- La Gerencia debe contar con las calificaciones necesarias para llevar adelante los negocios y tener independencia de decisión en cumplimiento de los objetivos determinados por el Directorio.
- Debe existir un sistema de control y procedimientos claramente establecido que permita monitorear el accionar del Directorio y la Gerencia.
- Debe existir transparencia en la información, la cual debe ser clara, relevante, oportuna y verificable.

El logro de estas premisas dependerá de la estructura de gobierno corporativo que adopte la empresa y de la posibilidad de los accionistas de hacer valer sus derechos.

## **Comentario final**

En mercados tan competitivos y turbulentos como los actuales, donde sólo aquellas empresas que logran destacarse y fijar una fuerte posición competitiva logran sobrevivir, el afán de obtener mayores ganancias ha tergiversado el mundo de los negocios. Nos encontramos con escándalos financieros como los de Enron o Parmalat, y tomamos conciencia de la pérdida de valores tanto éticos como morales, donde el fin pareciera justificar los medios.

La explotación de la fuerza de trabajo, la evasión impositiva, los “números dibujados”, el incumplimiento de las leyes, entre tantos otros, se han convertido en moneda corriente.

Tenemos que ir en una nueva dirección, donde los valores éticos, el respeto por las minorías, la transparencia, la responsabilidad social y la “buena governancia” sean las claves de los negocios; no sólo para encontrarse mejor posicionados a la hora de acceder a financiamiento externo como pretende demostrar el presente trabajo final de graduación, sino también para construir una mejor sociedad, donde la igualdad, la cooperación y el “juego limpio” nos caractericen. Sólo así podremos alcanzar un crecimiento sostenible en el tiempo, no sólo para una organización en particular, sino para la economía y la sociedad en general.

## Bibliografía consultada

- **Apreda, Rodolfo.** *Mercado de Capitales, Administración de Portafolios y Corporate Governance.* Editorial La Ley. Buenos Aires, Argentina [2005]
- **Apreda, Rodolfo.** *The Semantics of Governance.* Universidad del Cema. Working Paper Series, número 245, Septiembre [2003]
- **Consejo Profesional de Ciencias Económicas** *El financiamiento como instrumento para el crecimiento económico.* [1999]
- **Costa Molteni, María Agustina** *Guía Obligaciones Negociables para Pymes.* Bolsa de Comercio de Córdoba. Publicada en [www.bolsacba.com.ar](http://www.bolsacba.com.ar) [2005]
- **Damián Salloum – Hernán Vigier.** *Síntesis y Resumen. XXXV Reunión Anual. Racionalidad de la empresa financiera en el proceso de asignación del crédito.* Asociación Argentina de Economía Política [2000]
- **Dra. Pirota Valeria Lorena.** *Las Pymes frente a las dificultades de acceso al crédito* (archivo pdf)
- **Decreto 677/2001.** *Régimen de transparencia de la Oferta Pública del Poder Ejecutivo Nacional*
- **Filippo, Kostzer y Schleser** *Créditos a Pyme en Argentina: racionamiento crediticio en un contexto de oferta ilimitada de dinero* (archivo pdf) Red de Reestructuración y Competitividad. Santiago de Chile, mayo del 2004

- **Fundación de Investigaciones Económicas Latinoamericanas**, *Las pequeñas y medianas empresas en la Argentina*, Buenos Aires – Argentina [1996]
- **Fortini Hernando L. – Newton Enrique Fowler**. *Estados contables de sociedades por acciones*. Editorial Los Cardales S.A. Argentina [1978]
- **Instituto Argentino Para el Gobierno de las Organizaciones**. *Código de Mejores Prácticas de Gobierno de las Organizaciones para la República Argentina* (Archivo PDF) [2004]
- **Ley N° 17.811 de Oferta Pública de Títulos Valores – Bolsas y Mercados**.
- **Ley N° 23.576 de Obligaciones Negociables** (ref. por Ley 23.962)
- **Libro Blanco de Gobierno Corporativo**. CONFECAMARAS
- **Castro Luis Díez de – Mascareñas Juan**. *Ingeniería Financiera. La gestión en los mercados financieros internacionales*. Editorial Mc Graw-Hill. Madrid, España.
- **Kenny, Mario Oscar** *Obligaciones Negociables segunda edición* Editorial: Abeledo-Perrot, Buenos Aires, Argentina [1996]
- **Ministerio de Economía** Resolución 401/89 y modificaciones
- **O'Donnell, Gastón Alejandro** *Elementos de derecho empresarial*. Editorial Macchi. Buenos Aires [1995]
- **OCDE**. *Principios de la OCDE para el gobierno de las sociedades*. (Archivo pdf) [1999]
- **Ross, S.A.** *The Economic Theory of Agency: The principal's problems* American Economic Review [1973]



- **Ross, Westerfield y Jordan** *Fundamentos de Finanzas Corporativas quinta edición* Editorial: Mc Graw Hill, México [2001]
- **Ruiz, Fabián.** *El mercado de capitales argentino.* Madrid [2004] (Archivo pdf)
- **Salloum y Vigier.** *Los problemas de financiamiento de la pequeña y mediana empresa: la relación Bancos-Pymes.* (Archivo pdf)
- **Villanueva y Mirakhor.** *Strategies for Financial Reform.* (IMF Staff Papers) [1990]

## Páginas de Internet consultadas

- [www.infobaeprofesional.com](http://www.infobaeprofesional.com)
- [www.ucema.edu.ar](http://www.ucema.edu.ar)
- [www.ocde.org](http://www.ocde.org)
- [www.mercoopsur.com.ar](http://www.mercoopsur.com.ar)
- [www.villalugano.com.ar](http://www.villalugano.com.ar)
- [www.cde.org.ar](http://www.cde.org.ar)
- [www.mipyme.com](http://www.mipyme.com)
- [www.inverpymes.com.ar](http://www.inverpymes.com.ar)
- [www.idepymes.com.ar](http://www.idepymes.com.ar)
- [www.pymesdigital.com.ar](http://www.pymesdigital.com.ar)
- [www.indec.mecon.gov.ar](http://www.indec.mecon.gov.ar)
- [www.supervalores.gov.com](http://www.supervalores.gov.com)
- [www.bolsacba.com.ar](http://www.bolsacba.com.ar)
- [www.cnv.gov.ar](http://www.cnv.gov.ar)