

**¿BUENAS PRÁCTICAS DE GOBIERNO CORPORATIVO?  
EL CASO DE PETROLERA PAMPA SA  
GOOD CORPORATE GOVERNANCE PRACTICES?  
THE CASE OF PETROLERA PAMPA SA**

---

María Isabel Arias<sup>I</sup>, Lucía Sarro<sup>II</sup>, Antonela Perata<sup>III</sup>

*Fecha de recepción: 21/10/2014*

*Fecha de aceptación: 08/06/2015*

## **Resumen**

A efectos de fomentar el desarrollo y la transparencia de las instituciones de Latinoamérica se requiere de mecanismos de buenas prácticas de Gobierno Corporativo. En la Argentina, el Código de Gobierno Societario de la Comisión Nacional de Valores establece los lineamientos y los contenidos mínimos que toda organización que cotiza en bolsa debe contemplar al respecto. En la presente investigación, se realiza un análisis sobre el cumplimiento de esta normativa estudiando el caso de Petrolera Pampa SA, desde un enfoque cualitativo, descriptivo y transversal único. El índice desarrollado por Briano Turrent (2012) permitió identificar el grado de

---

<sup>I</sup> Contadora Pública, aspirante al Doctorado en Ciencias de la Administración. Ayudante "A" por Concurso del Departamento de Ciencias de la Administración de la Universidad Nacional del Sur. E-mail: isabel.arias@uns.edu.ar

<sup>II</sup> Contadora Pública, aspirante al Magíster en Administración. Plan de Tesis aprobado por exp. n.º: 1766/2014. E-mail: cra.sarro@gmail.com.

<sup>III</sup> Contadora Pública, aspirante al Magíster en Administración. Ayudante "A" por Concurso del Departamento de Ciencias de la Administración de la Universidad Nacional del Sur. E-mail: antonela.perata@uns.edu.ar

implementación de las prácticas de Gobierno Corporativo. Los resultados muestran que la empresa se limita al cumplimiento de las normativas legales vigentes, sin abordar aspectos más amplios de Gobierno Corporativo, que resultan necesarios dadas sus dimensiones y el impacto que genera en sus accionistas y demás grupos de interés que interactúan con la organización.

**Palabras clave:** Gobierno Corporativo, Código de Gobierno Societario, estudio de caso.

### **Abstract**

In order to encourage the development and transparency of Latin American institutions, mechanisms of Corporate Governance good practices are required. In Argentina, the Code of Corporate Governance of the National Securities Commission sets the guidelines and minimum contents that every organization quoted on the stock market must take into account. In this research we carry out an analysis of compliance with these regulations by studying the case of Petrolera Pampa SA from a unique qualitative, descriptive and transversal approach. The index developed by Briano Turrent (2012) allowed us to identify the degree of implementation of the Corporate Governance practices. The results show that the company only complies with the legal regulations in force, without addressing broader aspects of Corporate Governance, which are necessary given its size and its impact on shareholders and other interest groups that interact with the organization.

**Keywords:** Corporate Governance, Corporate Governance Code, case study.

**JEL:** G380

## 1. Introducción

El gobierno corporativo (GC) nace a partir de la Teoría de la Agencia (Jensen y Meckling, 1976), presente en todas aquellas sociedades comerciales donde existe una separación entre la propiedad y la administración: una parte, el principal (propietario), compromete a otra persona, el agente (administrador), para realizar algún servicio en su beneficio, que involucra la delegación al agente de la toma de decisiones. Esta separación de la propiedad y del control en las empresas ha creado la necesidad de la adopción de mecanismos que aseguren la alineación de los intereses de los accionistas y gerentes, con el fin de garantizar un proceso de toma de decisiones eficiente y la maximización del valor de la empresa (Cuervo, 2002).

En consecuencia, el GC puede ser definido como el conjunto de reglas que gobierna todo el sistema de una organización y su principal objetivo es enfrentar los problemas de agencia (Ul Hassan y Rehman, 2015). De esta manera, el GC implica un conjunto de mecanismos de control que se adoptan para prevenir que los administradores, “potencialmente egoístas”, lleven a cabo actividades en detrimento de accionistas y otros *stakeholders*<sup>1</sup> (Larcker y Tayan, 2011). Un buen GC permite entonces canalizar adecuadamente las relaciones entre ellos, con el fin de alcanzar los objetivos fijados.

De acuerdo a Li y Samsell (2009), la selección de distintos mecanismos de buen gobierno dependerá del énfasis que otorga cada país a las reglas formales *versus* sus relaciones informales. En este sentido, los objetivos del GC podrán lograrse con la implementación o no de un determinado código que incluya recomendaciones de buenas prácticas de gobierno (Lizcano, 2006).

Sin embargo, sabemos que si los poderes de la máxima administración no son controlados bajo cierto sistema, pueden derivar en varios tipos de fraudes y malversaciones financieras, como los cometidos a través de los registros contables poco transparentes de Enron (Munzing, 2003), WorldCom y Adelphia (Ul Hassan y Rehman, 2015).

De acuerdo con Luo (2005), es importante evaluar la transparencia corporativa, ya que beneficia a la firma en tres aspectos: al identificar oportunidades de inversión; al dirigir los recursos hacia proyectos rentables

y no a aquellos que solo benefician a los directivos; y, por último, al reducir la asimetría de información entre los *stakeholders*.

No obstante, ante la falta de divulgación de información voluntaria por parte de las empresas es que en el mundo se han promulgado Códigos de Buen Gobierno (CBG), en su gran mayoría procedentes del mundo anglosajón, que han centrado su atención casi exclusivamente en esta problemática.

En el caso particular de América Latina, la región presenta grandes niveles de desigualdad, por lo que son muchos los reclamos, tanto al sector público como al privado, de fortalecimiento de las instituciones, mayor transparencia y rendición de cuentas (Rodríguez, 2014). Como consecuencia de este deficiente GC, se reduce la demanda de títulos por parte de los inversores, lo que a su vez genera un escaso desarrollo del mercado, desalentando la entrada de inversiones extranjeras (Santoliquido, Briozzo y Albanese, 2014).

Para contrarrestar ese efecto, en Argentina, el 5 de septiembre de 2013 la Comisión Nacional de Valores (CNV) emitió el Código de Gobierno Societario (CGS)<sup>2</sup>. En este cuerpo normativo se establecen los lineamientos y los contenidos mínimos que toda organización que cotiza en bolsa debe contemplar respecto de su GC. Estos aspectos se refieren a la transparencia de la compañía en su relación con la casa matriz, la integridad de la información financiera emitida, el respeto a los derechos de sus accionistas y de la comunidad en la que se asienta, y el fomento de la ética empresarial, de manera de lograr un buen GC.

A pesar de lo expuesto, en la región latinoamericana y, particularmente, en Argentina, son aún escasos los trabajos centrados en la medición y la evaluación de la transparencia del GC. Ello justifica la presente investigación, cuyo objetivo es evaluar el cumplimiento del CGS y cuantificar el grado de implementación de mecanismos de GC, utilizando como caso de estudio a la empresa Petrolera Pampa SA (PEPASA).

A efectos de lograr el objetivo planteado, se analizaron diferentes técnicas de medición del GC. Existen en el mundo indicadores desarrollados por consultoras y agencias calificadoras, como los del *Institutional Shareholders Services*<sup>3</sup>, los del *Governance Metrics International* (Spellman y Watson, 2009), y los del *Standard and Poor's*<sup>4</sup>. En Argentina, antes de la implementación del CGS

de la CNV, el Centro de Estabilidad Financiera (CEF) elaboraba un Índice de Difusión y Transparencia (CEF, 2005). Se detectaron para Latinoamérica además, por un lado, los índices institucionales utilizados en Bolsas de Valores, en Brasil (BM&FBOVESPA<sup>5</sup>) y en Perú (BVL<sup>6</sup>), y, por el otro, los aplicados en la academia por Leal y Carvalhal da Silva (2005), Da Silveira y Barros (2007), Carvalhal y Nobili (2011) y Briano Turrent (2012). Esta última metodología fue la elegida en el presente trabajo, empleándose un enfoque cualitativo, descriptivo y transversal único.

Además del presente apartado introductorio, el artículo se estructura de la siguiente manera: en primer lugar, se realiza una breve conceptualización teórica respecto del CBG y una síntesis sobre su desarrollo y su evolución en Argentina; luego, se exponen los procedimientos metodológicos utilizados; a continuación, se presenta la empresa bajo análisis; se muestran los resultados obtenidos en cuanto al cumplimiento por parte de PEPASA del CGS, de acuerdo con la normativa actual de la CNV, la cuantificación del GC utilizando el índice de Briano Turrent (2012) y una comparación entre ambos. Por último, en las consideraciones finales, se abordan las conclusiones, las contribuciones, las limitaciones y las futuras líneas de investigación.

## **2. Código de Buen Gobierno. Situación en la Argentina**

Los CBG representan pronunciamientos en torno al GC, con recomendaciones precisas y de adopción voluntaria para las empresas, sobre todo en lo concerniente a la transparencia informativa, a la composición y el funcionamiento de los órganos de gobierno y a la relación con los distintos grupos de interés (AECA, 2004). Se espera que las compañías que cumplen con las recomendaciones del CBG tengan una mejor performance en comparación con las firmas que no los aplican (Mustapa, Ghazali y Mohamad, 2015).

Los informes y los códigos elaborados en los últimos tiempos, que tienen su origen en el movimiento de reforma iniciado en el mundo anglosajón, han centrado su atención en la defensa de los intereses de los accionistas, singularmente en la creación de valor (mayor dividendo y mayor valor de la acción) (Bueno, 1998). Algunos ejemplos de mayor repercusión lo constituyen:

el Informe Cadbury (1992), el Informe Greenbury (1995), el Informe Hampel (1998), el Informe Olivencia (1998), el Informe OCDE (1999), el Informe Winter (2002) y el Informe OCDE (2004) (Lizcano, 2006), entre otros.

En Argentina, el Instituto Argentino para el Gobierno de las Organizaciones (IAGO) confeccionó el Código de Mejores Prácticas de Gobierno de las Organizaciones para la República Argentina (IAGO, 2004). El mismo promueve pautas para una mejor administración y control de las empresas, dirigidas a crear valor. Sus recomendaciones son compatibles con las normas de la CNV, y comprometen a la estructura de gobierno y la administración de las sociedades.

Por su parte, el 23 de mayo de 2012, la CNV dictó la Resolución General CNV n.º 606/2012, cuyos aspectos relevantes son: (1) establecer un nuevo CGS, fijándose los distintos principios y recomendaciones en materia de GC (sustancialmente similares a los contenidos en una resolución anterior (516/2007); (2) ampliar el ámbito de aplicación del Código, haciéndose extensivo a todas las emisoras sujetas al régimen de oferta pública de sus valores negociables, con excepción de las pequeñas y medianas empresas, compañías que emiten valores representativos de deuda de corto plazo, cooperativas, asociaciones y los emisores de fideicomisos financieros y Cedears; (3) modificar la forma en que las emisoras deben exponer su informe anual indicando su cumplimiento total o parcial, o su incumplimiento, a las disposiciones del mismo; (4) abarcar más cuestiones no previstas en la norma anterior (como por ejemplo, a la Responsabilidad Social Corporativa).

Por último, con fecha 5 de septiembre de 2013, la CNV emitió un nuevo texto ordenado de sus normas (el T.O. 2013). Dentro de dicho cuerpo normativo (título IV, capítulo III, anexo IV), se establecen los lineamientos y los contenidos mínimos que un CGS debe contener. Sus aspectos principales son: (1) transparentar la relación entre la emisora, el grupo económico que encabeza y/o integra y sus partes relacionadas; (2) sentar las bases para una sólida administración y supervisión de la emisora; (3) avalar una efectiva política de identificación, medición, administración y divulgación del riesgo empresarial; (4) Salvaguardar la integridad de la información financiera con auditorías independientes; (5) respetar los derechos de los accionistas; (6) mantener un vínculo directo y responsable con la comunidad; (7) remunerar

de forma justa y responsable; (8) fomentar la ética empresarial; y (9) profundizar el alcance del código.

Es así que, como consecuencia de las operaciones en el mercado de valores de PEPASA, a esta le resulta aplicable el CGS. A continuación, abordaremos la metodología que fue empleada para poder evaluar y concluir sobre el grado de cumplimiento de la referida normativa por parte de la organización.

### **3. Metodología**

El método de investigación empleó un enfoque cualitativo, clasificándose como descriptivo y transversal único, llevándose a cabo el estudio del caso de PEPASA. Un estudio de caso se concibe como una investigación sobre un individuo, un grupo, una organización, una comunidad o una sociedad, que es visto y analizado como una entidad. Entre más concreto y único sea esta entidad, con más razón podemos denominarlo estudio de caso. Una investigación cualitativa está caracterizada por el compromiso con la recolección de los datos. A su vez, la principal preocupación de un estudio de caso es la de generar datos e información en forma cuidadosa. Se considera que debe haber triangulación de fuentes de datos, para lo cual pueden utilizarse diferentes herramientas (Sampieri Hernández, Collado Fernández y Baptista Lucio, 2010).

La información recogida en el presente trabajo consiste en información pública disponible sobre la empresa en la *web* y se enfoca principalmente a dos fuentes. Por un lado, la información contenida en los informes de PEPASA requeridos por la CNV, como son los Estados Contables (EECC); el CGS; los Prospectos de Emisión; el Estatuto Social y sus modificaciones; las Actas de Asamblea, y las Actas de Directorio. Por otro lado, se ha evaluado la divulgación de información sobre GC a través de la página *web* institucional del Grupo Pampa<sup>7</sup>. Por último, como complemento, se analizaron los EECC del grupo económico, por consolidar Pampa Energía SA en sus propios EECC los correspondientes a PEPASA.

En una primera instancia, se evaluó el cumplimiento del CGS por parte de la empresa, a la luz de la normativa de la CNV. De dicha evaluación, se expondrá un resumen de los resultados obtenidos en cada uno de los

principios del CGS –donde la puntuación “1” implica cumplimiento total, “0,5” cumplimiento parcial, y “0” incumplimiento– y las principales inconsistencias detectadas.

Luego, a efectos de cuantificar el nivel de GC de PEPASA, se seleccionó la metodología desarrollada por Briano Turrent (2012). La autora construye un índice de GC al que denomina “Índice de Transparencia en Gobierno Corporativo” (ITGC) y lo utiliza para analizar las empresas con mayor índice de cotización bursátil en la Argentina, Brasil, Chile y México.

Este índice de GC se integra de información pública, voluntaria y obligatoria, dado que algunos de los ítems son requeridos por las leyes y la normativa de cada país, en tanto que el resto de los elementos es información adicional proporcionada a discreción de la Gerencia, basada principalmente en los principios recogidos en sus CBG, o en el Código de Conducta Empresarial para el caso específico de PEPASA.

El ITGC se compone de 43 elementos, los cuales a su vez se categorizan en cuatro dimensiones: 1) Composición y desempeño del Consejo de Administración (CA); 2) Derechos de los accionistas; 3) Ética y conflictos de interés; y 4) Otra información relacionada con el buen gobierno.

El índice considera el siguiente criterio: si la empresa divulga un ítem de información en forma voluntaria u obligatoria, se le asigna el valor de “1”; si no lo divulga, se le asigna el valor de “0”. Luego de dicha cuantificación, se calcula el índice parcial para cada una de las cuatro dimensiones del ITGC, para posteriormente agregar el índice global. De acuerdo con esta metodología, tanto los subíndices como el índice global podrán obtener un valor comprendido entre 0 y 1 puntos.

El índice parcial es el cociente entre la suma de los puntos obtenidos respecto de los puntos totales que podía haber obtenido la empresa si hubiera difundido el máximo de ítems. Esto implica que el índice parcial no es ponderado y que todos los elementos que lo integran tienen la misma importancia. Es decir que cada subíndice se obtiene como se muestra en la ecuación 1:



**Ecuación 1.** Índice parcial de la dimensión

---

$$ITGC^P = \frac{\text{número de elementos divulgados en el apartado}}{\text{total de elementos que se podrían obtener}} \times 100$$

---

**Fuente:** Briano Turrent (2012).

Luego, el índice total no se obtiene como una media simple de los diferentes subíndices, sino como una media ponderada, lo que representa el peso relativo de cada dimensión de GC estudiada. Por ello, el ITGC global se obtiene de manera agregada de la forma indicada en la ecuación 2:

**Ecuación 2.** Índice global

---

$$ITGC^T = \sum_{i=1}^n I_i^p \times P_i^t$$

---

**Fuente:** Briano Turrent (2012).

Donde:

$ITGC^T$  = Valor global del índice.

$I_i^p$  = Valor del subíndice en base a las dimensiones que integran el  $ITGC^T$ .

$P_i^t$  = Proporción que representa el subíndice "i" respecto del número total de puntos del  $ITGC^T$ .

La justificación de la selección del modelo presentado por Briano Turrent (2012) radica, en primer lugar, en que su ITGC fue concebido para aplicarse a empresas cotizantes de América Latina, siendo la empresa analizada en el presente trabajo, PEPASA, una de ellas. En segundo término, el índice referido se construye mediante el análisis y la cuantificación de información pública, voluntaria y obligatoria, la cual es la única a la que se ha podido acceder para el desarrollo del presente informe.

Asimismo, el hecho de que el ITGC plantee como únicas respuestas posibles las binarias ("1" si cumple o "0" si no cumple), siendo su agregación en forma no ponderada, facilita el análisis y reduce su subjetividad. Por último, los 43 elementos estudiados, divididos en las 4 dimensiones presentadas, son suficientemente amplios y abarcativos de los aspectos de GC que se pretenden cuantificar, resultando compatibles también a los efectos de la comparación con los resultados obtenidos mediante la evaluación de CGS.

#### **4. Presentación de la empresa**

PEPASA fue constituida el 21 de enero de 2009 e inscripta en la Inspección General de Justicia con fecha 2 de febrero de 2009. La sociedad opera en el sector industrial, específicamente en el mercado de gas y de petróleo, en lo que respecta al estudio, la exploración y la explotación de los yacimientos de hidrocarburos sólidos, líquidos y/o gaseosos y sus respectivos derivados, el almacenaje, la comercialización y la industrialización de estos productos y sus derivados directos e indirectos.

PEPASA es una sociedad que integra el grupo económico liderado por Pampa Energía SA (Grupo Pampa). La sociedad nace con el objetivo de abastecer a las centrales térmicas del Grupo Pampa. Viendo las alternativas del sector, la compañía se interesó en participar en la producción de hidrocarburos, inclinándose por la integración vertical como el próximo paso para el crecimiento del Grupo. Esta iniciativa estaba en línea con la estrategia del Grupo de acompañar y liderar inversiones en el sector energético.

Respecto de su operatoria en el mercado de valores, por Asamblea General Extraordinaria de Accionistas de fecha 19 de marzo de 2013, se resolvió aprobar la creación de un Programa de Emisión de Obligaciones Negociables Simples (no convertibles en acciones) por un valor nominal de hasta USD 50.000.000 (o su equivalente en otras monedas).

Posteriormente, por Asamblea General Extraordinaria de Accionistas de fecha 6 de noviembre de 2013, PEPASA resolvió solicitar el ingreso al régimen de oferta pública y la cotización de sus acciones en la Bolsa de Comercio de Buenos Aires; anteriormente, la sociedad solo contaba con autorización para hacer oferta pública de Valores Representativos de Deuda a Corto Plazo (VCPs). Según la información que surge de sus EECC, PEPASA también cotiza sus valores en el mercado internacional de Nueva York (NYSE) por medio de Pampa Energía SA.

Es así que, como consecuencia de las operaciones en el mercado de valores de PEPASA, a esta le resulta aplicable el CGS. Sin perjuicio de ello, en el grupo económico que integra la sociedad también se aplican todas las políticas y procedimientos en materia de GC que diseña e implementa Pampa Energía SA, habiendo sido ratificadas por PEPASA en su reunión de Directorio n.º 67

de fecha 6 de marzo de 2013. Entre ellas se destaca el Código de Conducta Empresarial<sup>8</sup>, que establece los principios éticos que forman la base de las relaciones entre las sociedades del Grupo Pampa, sus respectivos directores y síndicos, sus empleados y proveedores.

## 5. Resultados

### 5.1. Evaluación del cumplimiento del CGS

En primer lugar, se confrontó el CGS y sus principios, con el informe requerido por el mismo que forma parte de los EECC de PEPASA al 31/12/2013. Conforme con el análisis efectuado al contrastar el nivel de cumplimiento informado por la empresa y el evaluado en el presente trabajo, la tabla 1 resume los resultados obtenidos en cada uno de los principios del CGS al cuantificar sus aspectos conforme la siguiente puntuación: “1” (cumplimiento total); “0,5” (cumplimiento parcial); y “0” (incumplimiento). La primera línea de la tabla 1 indica en valores porcentuales la cuantificación que surge de la evaluación realizada, mientras que la segunda línea indica los valores obtenidos en función de lo expresado por la propia firma en su CGS.

**Tabla 1.** Comparación evaluación del CGS

Principios	1	2	3	4	5	6	7	8	9
Evaluación PEPASA	100%	56,25%	50%	75%	45,83%	50%	6,67%	83,33%	0%
PEPASA	100%	70,83%	100%	75%	45,83%	50%	6,67%	100%	100%

**Fuente:** elaboración propia.

A continuación, se exponen las principales diferencias detectadas:

- Principio II: la selección de los gerentes de primera línea, la asignación de sus responsabilidades y su sucesión no siguen un procedimiento determinado por el Directorio. Estas funciones las cumple el gerente general conforme a su criterio, lo cual puede resultar arbitrario. Asimismo, se observa una falta de formalización de políticas en relación con los siguientes aspectos: acceso a información del Directorio por parte de los accionistas; reglamentación de las funciones del Directorio; y existencia de límites para

que directores, síndicos y miembros del Consejo de Vigilancia desempeñen funciones en otras entidades.

- Principio III: a pesar de que PEPASA declara en su CGS que cumple totalmente con todos los aspectos relevados en este principio, en realidad no cuenta con un Comité de Gestión de Riesgos formalizado; tampoco puede establecerse si sus políticas al respecto se encuentran actualizadas, y si bien existe una persona encargada de su gestión, no ha podido establecerse de quién se trata o si es independiente o no de la administración general.

- Principio VIII: la firma ha implementado mecanismos para recibir denuncias de conductas ilícitas y antiéticas. Cuenta con una línea de ética (0800) administrada por un proveedor externo, pero respecto de la evaluación de aquellas denuncias no pudo establecerse si es realizada por personal interno o externo.

- Principio IX: el CGS no está incluido dentro de su estatuto. Del análisis efectuado se concluye que respecto de prácticas de buen GC, la firma cumple con los aspectos que son obligatorios tanto por las normativas legales y reglamentarias vigentes como por las impuestas por el grupo económico al cual pertenece.

## 5.2. Cuantificación del nivel de gobierno corporativo

Con el ITGC de Briano Turrent (2012) se pretende describir y cuantificar la información obtenida respecto de las prácticas de buen GC de PEPASA. La tabla 2 presenta los 43 ítems estudiados, divididos en las 4 dimensiones de análisis, junto con su correspondiente cuantificación.

**Tabla 2.** Cuantificación del nivel de GC

<b>I. Composición y desempeño del CA</b>	
1. Misión del consejo	0
2. Principales funciones del consejo	1
<b>Independencia del consejo</b>	
3. Si existe o no dualidad entre el CEO-Presidente del Directorio, es decir que una sola persona ocupe ambas posiciones	0
4. Estructura del consejo	1
5. Tamaño del consejo (entre cinco y nueve miembros, como recomendación internacional de buen GC)	1
6. Reglas de organización y funcionamiento del consejo y de sus comisiones	0
7. Funciones y cargos de cada consejero dentro de la sociedad	0

8. Procedimientos de selección, remoción o reelección	0
9. Existe un documento que recoge las normas de conducta de los miembros del consejo	0
10. Se recogen las relaciones entre los consejeros y los accionistas de referencia	0
11. Participación accionaria de los consejeros	1
12. Condiciones que determinan la independencia de un consejero	0
13. La empresa divulga el perfil y/o currículo de los miembros del consejo	1
14. Hacen público si algún consejero independiente ocupa órganos de dirección en otras sociedades	1
15. Remuneración del gerente general y miembros del CA	1
<b>Comités de apoyo para el CA</b>	
16. Tiene la empresa un comité de nombramientos	0
17. Tiene la empresa un comité de remuneraciones	0
18. Tiene la empresa un comité de GC	0
19. Tiene la empresa un comité de auditoría	1
20. Existen otros comités de apoyo adicionales a los mencionados anteriormente	0
21. Principales funciones de los comités de apoyo al consejo	1
22. Integración de los comités de apoyo: número de miembros ejecutivos e independientes	1
<b>II. Derechos de los accionistas</b>	
23. Se describe el proceso de voto de los accionistas	1
24. Estructuras piramidales que reducen la concentración del control	0
25. Acuerdos adoptados en la última Junta General (Asamblea General Ordinaria) celebrada	1
26. Información sobre la convocatoria de la Junta	1
27. Información sobre la orden del día	1
28. Información sobre el texto de todos los acuerdos que se proponen para su adopción	1
29. Acuerdos entre accionistas para reducir la concentración del control	0
30. Si la empresa cotiza en otros mercados internacionales	1
<b>III. Ética y conflictos de interés</b>	
31. Información relacionada a los conflictos de interés y transacciones entre partes relacionadas	0
32. Si la empresa está libre de cualquier sanción o multa por incumplimiento de buenas prácticas de gobierno o de las normas en el mercado de valores durante el último año	1
33. Se detallan los porcentajes de participación en la propiedad de la sociedad de los accionistas significativos	1
34. Operaciones de la sociedad con sus administradores y altos directivos, así como en qué medida dichas transacciones han sido realizadas en condiciones de libre competencia	0
35. Transacciones importantes que han ocurrido entre la empresa y los accionistas significativos	0
36. Es algún miembro del consejo también miembro de otros consejos o ejecutivo de las empresas que pertenecen al mismo grupo	0
37. Composición de su accionariado	1
<b>IV. Otra información relacionada con el buen gobierno</b>	
38. Utiliza la compañía los principios internacionales contables	1
39. Utiliza la empresa los servicios de una empresa auditora reconocida a nivel mundial	1
40. La información se divulga en inglés	0
41. Sanciones en contra de la gestión en caso de incumplimiento de sus prácticas de GC	1
42. Situación y desempeño financieros	1
43. Prácticas de buen gobierno	1

**Fuente:** elaboración propia a partir del modelo de Briano Turrent (2012).

Aplicando las ecuaciones 1 y 2 del modelo de Briano Turrent (2012), a los puntajes asignados en la tabla 2, se obtuvo la cuantificación de cada dimensión de GC analizada y su correspondiente índice global. La información puede resumirse en la tabla 3.

**Tabla 3:** Resultados de la cuantificación del nivel de GC

I. Composición y desempeño del CA	45,45%
II. Derechos de los accionistas	75,00%
III. Ética y conflictos de interés	42,86%
IV. Otra información relacionada con el buen gobierno	83,33%
<b>Índice global</b>	<b>55,81%</b>

**Fuente:** Elaboración propia a partir del modelo de Briano Turrent (2012).

Como puede observarse en la tabla 3, la primera dimensión (composición y desempeño del CA) obtuvo un porcentaje de cumplimiento del 45,45%, debido a que se observa una falta de formalización en cuanto a la misión del Consejo de Administración y a las funciones y las normas de conducta específicas de cada uno de sus miembros (si bien estas últimas existen, no cuentan con un reglamento propio).

En relación con sus miembros, por un lado, se conoce su tamaño y su estructura (en los EECC de PEPASA se detalla qué persona ocupa cada función) y el perfil de los directores, pero, por el otro, su independencia puede ser cuestionada hasta el punto en que pueda darse una dualidad entre el CEO y el presidente del Directorio (en el caso de un reemplazo del presidente del Directorio por su vicepresidente, quien, a su vez, sea el CEO de la firma) y no brindarse información respecto de los criterios tenidos en cuenta para determinar si una persona es independiente o no.

Además, existe transparencia en cuanto a la participación accionaria de los miembros del Directorio en la firma y a su desempeño en otras sociedades; no obstante, no se detallan con claridad las relaciones entre ellos y los accionistas de referencia. Las remuneraciones del gerente general y de los miembros del Directorio son públicas, aunque no cuenta con un comité que las determine. Tampoco existe un Comité de Nombramientos. PEPASA sólo cuenta con un Comité de Auditoría cuyas principales funciones e integración pueden observarse en sus EECC.

La segunda dimensión analizada (derecho de los accionistas) obtuvo un puntaje más alto (75,00%) ya que los procesos de voto en las asambleas, sus acuerdos y la información a tratar son públicos y claros. Aunque, como falla, se observa la falta de mecanismos de protección a los accionistas ante la concentración y tomas del control.

El tercer factor (ética y conflictos de intereses) fue cuantificado con un 42,86% de cumplimiento. Como aspectos positivos, se destacan que la empresa está libre de sanciones o multas por incumplimiento de buenas prácticas de gobierno o de las normas en el mercado de valores y que se detalla claramente la conformación de su grupo económico y accionariado. En cambio, en cuanto a información relacionada con conflictos de interés y transacciones entre partes relacionadas, nada se aclara en su propia información pública, aunque estos aspectos se pueden suplir porque ha podido detectarse en los EECC de su controlante (Pampa Energía SA) información respecto de transacciones significativas y dualidad de desempeño de directores o gerentes de primera líneas en empresas del mismo grupo.

Por último, la dimensión relacionada con otra información de buen GC obtuvo un porcentual del 83,33% de cumplimiento debido a que PEPASA utiliza principios contables internacionales, contrata los servicios de una empresa de auditoría reconocida mundialmente, no se han registrado sanciones en su contra por incumplimiento de prácticas de GC, su situación y su desempeño financieros se publican y cumple con las divulgación de información sobre prácticas de GC a través del CGS.

### **5.3. Comparación de la evaluación del CGS y la cuantificación del GC**

Luego de la evaluación de CGS y la cuantificación del GC mediante la metodología de Briano Turrent (2012), realizadas en los apartados anteriores, en la tabla 4 se comparan los resultados obtenidos teniendo en cuenta la forma en que cada uno de los aspectos analizados en las 4 dimensiones del modelo presentado se relacionan con los ítems evaluados respecto del cumplimiento de los diferentes principios del CGS. Para hacer factible la contrastación en forma numérica, se promedió en forma simple el puntaje obtenido en los

principios del CGS, que hacen referencia a una dimensión del índice de GC de Briano Turrent (2012).

**Tabla 4.** Comparación entre la cuantificación del nivel de GC y la evaluación del CGS.

Dimensiones del índice de Briano Turrent (2012)		Principios del CGS	
I. Composición y desempeño del CA	45,45%	II. Sentar las bases para una sólida administración y supervisión de la emisora	56,25%
		III. Avalar una efectiva política de identificación, medición, administración y divulgación del riesgo empresarial	50,00%
		IV. Salvaguardar la integridad de la información financiera con auditorías independientes	75,00%
		VII. Remunerar de forma justa y responsable	6,67%
		<b>Promedio simple</b>	<b>46,98%</b>
II. Derechos de los accionistas	75,00%	V. Respetar los derechos de los accionistas	45,83%
III. Ética y conflictos de interés	42,86%	I. Transparentar la relación entre la emisora, el grupo económico que encabeza y/o integra y sus partes relacionadas	100,00%
		VI. Mantener un vínculo directo y responsable con la comunidad	50,00%
		VIII. Fomentar la ética empresarial	83,33%
		<b>Promedio simple</b>	<b>77,77%</b>
IV. Otra información relacionada con el buen gobierno	83,33%	IX. Profundizar el alcance del código	0,00%

**Fuente:** elaboración propia.

Como puede observarse en la tabla 4, la primera dimensión del índice (composición y desempeño del CA) obtuvo un porcentaje similar a los principios del CGS (45,45% y 46,98%), debido a que los ítems tratados en ambos son similares. En síntesis, teniendo en cuenta ambos análisis, en relación con el funcionamiento del Directorio y la Alta Gerencia de PEPASA puede destacarse lo siguiente:

- Se observa una falta de formalización en cuanto a su misión, sus funciones, las normas de conducta, el acceso a información del Directorio y la existencia de límites para el desempeño de funciones en otras entidades.
- Se conoce su tamaño, su conformación, el perfil de los integrantes, su participación accionaria y su desempeño en otras sociedades, aunque la



independencia de los directores es un factor cuestionable por no verse claramente las relaciones entre ellos y los accionistas mayoritarios.

- Si bien las remuneraciones se publican, no existe un Comité de Remuneraciones ni procedimientos formales que garanticen la objetividad de su determinación.

- No existe un Comité de Nombramientos ni tampoco reglas claras para la contratación, la asignación de responsabilidades o la sucesión de directores o gerentes de primera línea, lo cual marca la arbitrariedad que puede darse en esos procesos.

- Tampoco existe un Comité de Gestión de Riesgos formalizado, ni puede establecerse si sus políticas al respecto se encuentran actualizadas, y si el encargado de su gestión es independiente o no de la administración general.

- PEPASA solamente cuenta con un Comité de Auditoría cuyas principales funciones e integración pueden observarse en sus EECC, lo cual da indicios de su independencia.

En la segunda dimensión analizada respecto de los derechos de los accionistas, los porcentajes difieren (75,00% y 45,83%) ya que los ítems cuantificados mediante el índice y el CGS también son diferentes, aunque coinciden en la importancia asignada al acceso a la información de la administración por parte de los accionistas y sus procesos de voto en las asambleas. Asimismo, de ellos se desprende la falta de mecanismos de protección a los accionistas ante la concentración y tomas del control, y hay que tener en cuenta también que PEPASA ya pertenece a un grupo económico que la controla.

En la tercera dimensión relacionada con la ética empresarial y los conflictos de intereses, los niveles vuelven a ser diferentes (42,86% y 77,77%). Sin embargo, en ambos análisis se destacan:

- La no existencia de sanciones o de multas por incumplimiento de buenas prácticas de GC.

- El acceso a información respecto de la conformación de su grupo económico y de restantes accionistas, frente a la falta de transparencia en su propia información pública en cuanto a conflictos de interés por el desempeño de administradores y altos directivos en empresas del mismo

grupo y transacciones entre partes relacionadas (algunos de estos aspectos se pueden suplir observando los EECC de la controlante, Pampa Energía SA).

- La existencia de una línea de ética administrada por un proveedor externo, aunque el proceso de evaluación de las denuncias recibidas no queda claro.

La última dimensión está relacionada con otra información de buen GC, mediante la cual se obtuvo un porcentual del 83,33% en el índice de Briano Turrent (2012), mientras que en la evaluación del CGS se le asignó un 0,00%. Esto se debe a que el índice de GC contempla la utilización de principios contables internacionales, la contratación de servicios de auditoría y la información existente respecto de sanciones por incumplimiento de prácticas de GC, su situación y su desempeño financieros y las prácticas de GC a través del CGS. Por otro lado el CGS solo tiene en cuenta la profundización del alcance del código, cuestión que no es considerada como relevante por la firma.

## **6. Consideraciones finales**

En el presente trabajo se abordó un análisis cualitativo, descriptivo y transversal único, que permitió identificar el grado de implementación de las prácticas de GC, utilizando a la empresa PEPASA como estudio de caso. Dadas las dimensiones y las características de la empresa, como así también el tipo de operaciones que realiza, el mercado en el que actúa y el impacto que genera en el entorno en el cual se desenvuelve, se espera que las prácticas de GC aborden aspectos más amplios.

Ello porque del análisis realizado se concluye que PEPASA no cuenta con distintos Comités, como los Comités de Remuneraciones, los Comités de Nombramientos y los Comités de Gestión de Riesgos. Al no existir reglas para la designación de directores ni límites para el desempeño de sus funciones, se produce una falta de independencia del Directorio. Esto conlleva a una ausencia de mecanismos de protección para los accionistas ante tomas de control y concentración del poder decisorio. Sumado a ello, la falta de información pública y el desinterés demostrado por la firma en cuanto a profundizar y extender, en forma voluntaria, la aplicación de buenas prácticas

de GC, empeoran dicha situación, no solamente para sus inversores, sino también para todos los grupos de interés que interactúan con la organización.

Entonces, si bien PEPASA cumple con ciertas prácticas de buen GC, el mismo se da en mayor medida en los aspectos que son obligatorios por las normativas legales vigentes (Ley de Sociedades Comerciales, disposiciones de la CNV, entre otras) y en los que son impuestos por el grupo económico al cual pertenece (como es el caso, por ejemplo, del Código de Conducta Empresarial), sin que actualmente exista voluntad por parte de su Directorio o Alta Gerencia de ampliar su alcance.

A modo de contribución académica de la presente investigación, se destaca el hecho de que si bien los aspectos relevados en los diferentes ítem del CGS y la metodología de Briano Turrent (2012) no son exactamente similares, tanto en sus aspectos cuantitativos como cualitativos, se ha podido encontrar una analogía que demostró la coherencia de los resultados obtenidos mediante ambas técnicas aplicadas en el presente trabajo. Dentro de las implicancias prácticas, las mediciones realizadas y el resumen obtenido y mostrado en la tabla 4 permitió congeniar dichas técnicas y extraer conclusiones relevantes.

En relación con las limitaciones de este estudio, cabe destacar que la información recogida sobre PEPASA consiste solamente en información pública disponible sobre la empresa en la *web* y, si bien se pudieron detectar distintas fuentes de información (páginas *web* de la CNV, de PEPASA y de Pampa Energía SA), no se ha conseguido tener un contacto directo con los administradores o propietarios de la firma.

Como posible línea de investigación futura, podría extenderse este estudio realizando un análisis longitudinal en el tiempo, de manera que permita observar si existe una evolución en la aplicación por parte de PEPASA de las herramientas que fomenta el CGS. Asimismo, se podría aplicar la metodología presentada a una muestra de distintas empresas del sector energético a efectos de reunir y comparar el cumplimiento de buenas prácticas desde una perspectiva sectorial. En este sentido, sería interesante, además, adicionar un análisis del cumplimiento de prácticas y principios relacionados con la Responsabilidad Social Corporativa.

A modo de conclusión, se espera que con el correr del tiempo y con la adaptación a su implementación, las prácticas de buen GC puedan extenderse

tanto dentro de PEPASA como en otras empresas cotizantes de Argentina, con la expectativa de que la difusión y la transparencia de la información se relacione cada vez más con el concepto de ética empresarial, yendo más allá de un mero cumplimiento de las normas legales.

## 7. Referencias bibliográficas

- AECA (2004). Marco conceptual de la responsabilidad social corporativa. España: Comisión de Responsabilidad Social Corporativa.
- Briano Turrent, G. C. (2012). *Factores institucionales que inciden en la transparencia del gobierno corporativo: un estudio en empresas cotizadas latinoamericanas*. Tesis de Doctorado en Contabilidad y Auditoría. Universidad de Cantabria. México.
- Bueno, E. (1998). El gobierno de las sociedades y los Principios del Informe Olivencia. En *El gobierno de las sociedades (consejos y consejeros: presente y futuro)*. Madrid: Monografía Euroforum.
- Carvalho, A. y Nobili, C. (2011). Does corporate governance matter for stock returns? Estimating a four-factor asset pricing model including a governance index. *Quantitative Finance*, 11(2), pp. 247-259. Recuperado el 14 de mayo de 2015 de <http://www.tandfonline.com/doi/full/10.1080/14697680903373676>
- CEF (2005). Nota de Política N° 5: El Gobierno Corporativo en Argentina. Recuperado el 12 de mayo de 2015 de [http://www.cefargentina.org/files\\_publicaciones/12-48nota-de-polxtica-n%b0-5.pdf](http://www.cefargentina.org/files_publicaciones/12-48nota-de-polxtica-n%b0-5.pdf)
- Cuervo, A. (2002). Corporate governance mechanisms: A plea for less code of good governance and more market control. *Corporate Governance: An international Review*, 10(2), págs. 84-93.
- Da Silveira, A. D. M., y Barros, L. A. B. D. C. (2007). Corporate governance quality and firm value in Brazil. *Social Science Research Network*. Recuperado el 12 de mayo de 2015 de [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=923310](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=923310)
- IAGO (2004). Proyecto de Código de Mejores Prácticas de Gobierno de las Organizaciones para la República Argentina. Recuperado el 3 de octubre de 2014, de [http://www.iago.org.ar/iago/frameset.cfm?frame\\_contenido=codigo\\_mp](http://www.iago.org.ar/iago/frameset.cfm?frame_contenido=codigo_mp)

- Jensen, M. y Meckling, W. (1976). Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, 3(4), págs. 305-360.
- Larcker, D. F. y Tayan, B. (2011). Seven Myths of Corporate Governance. *Rock Center for Corporate Governance at Stanford University Closer Look Series: Topics, Issues and Controversies in Corporate Governance*, (CGRP-16). Recuperado el 7 de octubre de 2014, de <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.1856869>
- Leal, R. P. C., y Carvalhal da Silva, A. (2005). Corporate governance and value in Brazil (and in Chile). *Social Science Research Network*. Recuperado el 12 de mayo de 2015, de [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=726261](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=726261)
- Li, S. y Samsell, D. (2009). Why some countries trade more than others: The effect of the governance environment on trade flows. *Corporate Governance: An International Review*, 17(1), págs. 47-61.
- Lizcano, J. L. (2006). Buen gobierno y responsabilidad social corporativa. *Partida doble* (182), págs. 20-35. Recuperado el 3 de octubre de 2014, de [http://www.aeca.es/comisiones/rsc/partidadoble\\_buen\\_gobierno.pdf](http://www.aeca.es/comisiones/rsc/partidadoble_buen_gobierno.pdf)
- Luo, Y. (2005). How does globalization affect corporate governance and accountability? A perspective from MNEs. *Journal of International Management*, 11(1), págs. 19-41.
- Munzing, P. G. (2003). Enron and the Economics of Corporate Governance. Tesis de Economía. Universidad de Stanford. Estados Unidos. Recuperado el 3 de octubre de 2014, de [https://economics.stanford.edu/files/Theses/Theses\\_2003/Munzig.pdf](https://economics.stanford.edu/files/Theses/Theses_2003/Munzig.pdf)
- Mustapa, I. R., Ghazali, N. A. M., y Mohamad, M. H. S. (2015). The Influence of Corporate Governance and Organizational Capacity on the Performance of Malaysian Listed Companies. *Mediterranean Journal of Social Sciences*, 6(3), S1, págs. 27-33. Recuperado el 12 de mayo de 2015, de <http://www.mcser.org/journal/index.php/mjss/article/viewFile/6373/6108>
- Rodríguez, M. C. (2014). Responsabilidad social, transparencia y gobierno societario. Un estudio exploratorio de las prácticas recientes en Argentina. *Documentos de Trabajo de Contabilidad, Auditoría y Responsabilidad Social* (8), págs. 5-62. Recuperado el 19 de mayo de 2015, de <http://home.econ.uba.ar/>

[economicas/sites/default/files/u35/A%C3%B1o%204%20n8%20UV%20ultimo.pdf](#)

- Sampieri Hernández, R., Collado Fernández, C. y Baptista Lucio, P. (2010). *Metodología de la investigación*, 5.ª edición. México DF: McGraw-Hill.
- Santoliquido, D., Briozzo A. y Albanese, D. (2014). Gobierno corporativo, rentabilidad y financiamiento en PYMES. XXXIV Jornadas Nacionales de Administración Financiera, Valle Hermoso, Córdoba, Argentina. Recuperado el 27 de mayo de 2015 de [http://www.sadaf.com.ar/espanol/publicaciones/publicacion\\_individual.php?id=254](http://www.sadaf.com.ar/espanol/publicaciones/publicacion_individual.php?id=254)
- Spellman, G. K. y Watson, R. (2009). Corporate Governance Ratings and Corporate Performance: An Analysis of Governance Metrics International (GMI) ratings of US Firms, 2003 to 2008. *Social Science Research Network*. Recuperado el 12 de mayo de 2015 de [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=1392313](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1392313)
- Ul Hassan, H. y Rehman, C. A. (2015). A survey of corporate governance: Issues, recommendations and questions. *International Journal of Current Advanced Research*, 4(3), págs. 29-33. Recuperado el 12 de mayo de 2015, de [http://www.journalijcar.org/sites/default/files/issue-files/8\\_0.pdf](http://www.journalijcar.org/sites/default/files/issue-files/8_0.pdf)

---

<sup>1</sup> Término proveniente del inglés utilizado para referirse a las personas vinculadas a una organización, incluyendo, entre otros: clientes, acreedores, proveedores, empleados, inversores, Estado.

<sup>2</sup> Respecto de las disposiciones de la CNV pueden consultarse los siguientes sitios *web*:

<http://www.cnv.gob.ar/educacionbursatil/gobsocietario.asp>

[http://www.cnv.gob.ar/leyesyreg/cnv/esp/rgcrn606-12.htm#\\_Toc314135764](http://www.cnv.gob.ar/leyesyreg/cnv/esp/rgcrn606-12.htm#_Toc314135764)

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

<sup>3</sup> <http://www.issgovernance.com/governance-solutions/governance-risk-report/>

<sup>4</sup> <http://www.standardandpoors.com/servlet/BlobServer?blobheadername3=MDT-Type&blobcol=urldata&blobtable=MungoBlobs&blobheadervalue2=inline%3B+filename%3DManagementGovernance.pdf&blobheadername2=Content-Disposition&blobheadervalue1=application%2Fpdf&blobkey=id&blobheadername1=content-type&blobwhere=1244496775987&blobheadervalue3=UTF-8>

<sup>5</sup> [http://www.bmfbovespa.com.br/Indices/download/MetodologiaCompleta\\_IGCT\\_esp.pdf](http://www.bmfbovespa.com.br/Indices/download/MetodologiaCompleta_IGCT_esp.pdf)

<sup>6</sup> <http://www.bvl.com.pe/acercabuengobierno.html>

<sup>7</sup> <http://www.pampaenergia.com/sp/Home.asp>

<sup>8</sup> <http://www.pampaenergia.com/sp/CodigodeConducta.pdf>