



Guía Práctica de Gobierno Corporativo

Experiencias del Círculo de Empresas de la Mesa Redonda
Latinoamericana

Motivación



Índice 
Índice de Términos 

Copyright © 2010 Corporación Financiera Internacional
2121 Pennsylvania Ave. NW, Washington, DC 20433
Estados Unidos de América

Miembro del Grupo del Banco Mundial

Todos los derechos reservados.

Las observaciones, interpretaciones y conclusiones expresadas en esta publicación no deben atribuirse en modo alguno a la Corporación Financiera Internacional (IFC), la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos (OCDE) ni a sus instituciones afiliadas, los miembros de sus directorios / juntas / consejos o los países que representan. La IFC y la OCDE no garantizan la exactitud de los datos contenidos en esta publicación, ni aceptan responsabilidad alguna por las consecuencias de su uso. La información corporativa proporcionada por los miembros del Círculo de Empresas de la Mesa Redonda Latinoamericana sobre Gobierno Corporativo, refleja las opiniones de la gerencia y el directorio / junta / consejo de las empresas sobre sus motivaciones, desafíos, soluciones y ventajas para el diseño y la aplicación de mejores normas y prácticas de gobierno corporativo.

El contenido de esta publicación está registrado como propiedad intelectual. Su reproducción y/o transmisión, total o parcial, sin la debida autorización, puede constituir una violación de la legislación aplicable. La IFC y la OCDE fomentan la difusión de esta publicación y autorizan al usuario de este estudio a copiar partes del mismo para uso personal —sin fines comerciales—, sin otorgarle derecho alguno a revender, redistribuir o crear otras publicaciones a partir de esta. Para fotocopiar la guía o darle un uso diferente a los mencionados anteriormente, se debe contar con una autorización expresa por escrito de la IFC.

[Índice](#)



[Índice de Términos](#)



Guía Práctica de Gobierno Corporativo

Experiencias del Círculo de Empresas de la Mesa Redonda
Latinoamericana

Corporación Financiera Internacional (IFC)

La Corporación Financiera Internacional (IFC) forma parte del Grupo del Banco Mundial. La IFC se creó en 1956 para fomentar, a través del apoyo al sector privado, el crecimiento económico de los países en desarrollo. La IFC cumple esta misión financiando proyectos en el sector privado, ayudando al flujo de capitales en los mercados financieros internacionales y prestando servicios de asesoría y asistencia técnica a empresas y gobiernos. La IFC ayuda a las empresas e instituciones financieras de los mercados emergentes a crear empleos, generar ingresos fiscales, mejorar el gobierno corporativo y el desempeño ambiental y a contribuir a sus comunidades locales.

En América Latina y el Caribe, la labor de la IFC se centra en los desafíos clave, en materia de desarrollo, que enfrenta la región. Trabajamos para mejorar el ambiente de negocios, ampliar y desarrollar el acceso a las finanzas y fomentar el desarrollo de infraestructuras. Asimismo, entre las prioridades estratégicas de la IFC para la región, se encuentra la de

“Fomentar la sostenibilidad ambiental y social, y las normas de gobierno corporativo”.

El objetivo es mejorar la calidad de vida, especialmente la de quienes más necesitan beneficiarse del crecimiento.

Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos (OCDE)

La Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos (OCDE) es un foro único donde los gobiernos de 30 democracias trabajan juntos para enfrentar los desafíos económicos, sociales y ambientales de la globalización, en estrecha cooperación con otras economías. Uno de estos desafíos es el gobierno corporativo, un tema en el que la OCDE ha desarrollado Principios de Gobierno Corporativo aceptados internacionalmente que, además, han servido como base para programas regionales de diálogo en todo el mundo. La Mesa Redonda de Gobierno Corporativo para Latinoamérica es una de estas iniciativas. Esta Mesa Redonda es organizada anualmente por la OCDE en conjunto con la IFC/Banco Mundial y con el apoyo del Foro Global de Gobierno Corporativo (GCGF). Así, la OCDE provee un espacio donde los gobiernos y otros actores pueden comparar experiencias, buscar respuestas a problemas comunes, identificar buenas prácticas y trabajar en la coordinación de políticas locales e internacionales.

Foro Global de Gobierno Corporativo (GCGF)

El Foro Global de Gobierno Corporativo es un fondo fiduciario de la Corporación Financiera Internacional que recibe recursos de múltiples donantes y que tiene su sede en el Servicio de Asesoría de la IFC. El Foro fue fundado conjuntamente por el Banco Mundial y la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos (OCDE) en 1999. A través de sus actividades, el Foro intenta impulsar al sector privado como motor de crecimiento, reducir la vulnerabilidad a las crisis financieras de las economías en desarrollo y en transición, y ofrecer incentivos para que las empresas inviertan y funcionen en forma eficiente y socialmente responsable. El Foro patrocina iniciativas locales y regionales para corregir deficiencias en materia de gobierno corporativo en los países de bajos y medianos ingresos, en el marco de programas nacionales o regionales más amplios de reforma económica. Además de la IFC, actualmente, el Foro está financiado por los gobiernos de Austria, Francia, Luxemburgo, Noruega, Países Bajos y Suiza.

Nota sobre la versión en español

Debido a que el presente es un documento de carácter regional y que cada país latinoamericano posee particularidades en su vocabulario técnico, se ha procedido a utilizar términos uniformes a lo largo de la publicación:

“Asamblea Anual de Accionistas” (ver glosario) deberá entenderse también como “Junta Anual de Accionistas” o “AGM” (Annual General Meeting por sus siglas en inglés).

“Director” deberá entenderse también como “Consejero”.

“Director Ejecutivo” (ver glosario) deberá entenderse también como “Gerente General”; “Director General”; “Director Presidente” o “CEO” (Chief Executive Officer por sus siglas en inglés).

“Director Financiero” deberá entenderse también como “Director de Finanzas” o “CFO” (Chief Financial Officer por sus siglas en inglés).

“Directorio” (ver glosario) deberá entenderse también como “Consejo de Administración”, “Junta Directiva” y “Directorio Ejecutivo”.

“Estados contables” deberá entenderse también como “Estados financieros”.

“Gerencia” deberá entenderse también como “Dirección general”.

“Inversor” deberá entenderse también como “Inversionista”.

“Memorias” deberá entenderse también como “Memoria Anual” o “Reporte Anual”.

“Presidente del Directorio” (ver glosario) deberá entenderse también como “Presidente del Consejo de Administración”.

Índice

x	El Círculo de Empresas. Palabras del Presidente.
xiii	Prólogo
xv	Agradecimientos
1	Introducción
9	Capítulo 1 Motivación: El porqué determina el camino a seguir
13	1 Acceder al capital o reducir su costo
14	1.1 Un buen gobierno corporativo incrementa el valor de mercado
18	1.2 Captar y retener accionistas
19	1.3 Disminuir el costo del capital y diversificar su composición
20	2 Enfrentar y responder a las presiones externas del mercado
21	3 Equilibrar los intereses (a veces) divergentes de los accionistas
24	4 Resolver problemas de gobierno en empresas familiares
26	5 Garantizar la sostenibilidad de la empresa
29	5.1 Atraer y retener gerentes para garantizar la implementación de estrategias
31	6 Lograr mejores resultados operativos
35	Capítulo 2 Alineamiento de objetivos: Modificando actitudes y generando compromiso
38	1 Acuerdo sobre visión común. Alinear intereses
38	1.1 Superando los conflictos de agencia: Aunando los intereses de gerentes y propietarios
39	1.2 Identificar a los promotores del gobierno corporativo
40	1.3 Desarrollando un entendimiento común de arriba hacia abajo
45	1.4 Entendiendo las fuentes de resistencia y adoptando medidas para superarlas
47	2 Modificando actitudes
49	Capítulo 3 Planificación y fijación de prioridades
52	1 Fijando prioridades
53	1.1 Las motivaciones determinan las prioridades
55	2 La función de la evaluación comparativa
57	3 Fuentes de asesoramiento y orientación
60	4 Menos es más: Diseñando una hoja de ruta fácil de entender

63	Capítulo 4 Qué hacer: Prácticas fundamentales para un buen gobierno corporativo
66	1 Formalizando políticas de gobierno: códigos y directrices
71	2 Desempeño del directorio y relación con la gerencia ejecutiva
71	2.1 El directorio: máquina de gobierno
73	2.2 Composición del directorio: tamaño, experiencia y combinación de habilidades
75	2.3 Independencia de los directores
77	2.4 Comités especializados: análisis en profundidad
82	2.5 Procedimientos del directorio
83	2.6 Evaluaciones de desempeño, fundamentales para mejorar el directorio
86	2.7 Lograr efectividad en el directorio exige prestar atención a varios detalles
87	2.8 Relación entre el directorio y la alta gerencia
91	2.9 Relación entre el Presidente del Directorio y el Director Ejecutivo
94	2.10 Planificación para la sucesión de los altos ejecutivos
96	2.11 Sistemas de monitoreo para medir el desempeño, y la evaluación y remuneración de la gerencia
98	3 Fortaleciendo los derechos de los accionistas y manteniendo el alineamiento
98	3.1 Organizando asambleas de accionistas
101	3.2 Asambleas en empresas con gran número de accionistas
104	3.3 Derechos de acompañamiento (<i>tag-along rights</i> , en inglés)
107	3.4 Estableciendo reglas claras para abordar conflictos de interés
108	4 Mejorando el entorno de control
112	5 Transparencia y divulgación de la información
113	5.1 Organizando la divulgación de información
115	5.2 Comunicación con el mercado: mucho más que transparencia
123	Capítulo 5 Desafíos de gobierno corporativo para empresas familiares
126	1 Ventajas del negocio familiar
130	2 Desafíos en el gobierno de empresas familiares
132	3 Soluciones de gobierno corporativo a los desafíos que enfrenta la empresa familiar
134	3.1 Distinguiendo soluciones de gobierno en las distintas fases de participación del negocio familiar
135	3.2 Instituciones de gobierno corporativo para la empresa familiar
138	3.3 Documentos de gobierno corporativo para la empresa familiar
139	3.4 Soluciones específicas para ciertas dificultades de gobierno corporativo en empresas familiares
141	3.5 Planificación de la sucesión en empresas familiares
153	Capítulo 6 Implementando el gobierno corporativo
155	1 La implementación lleva tiempo
157	2 Gobernar el gobierno
160	3 Monitoreo del progreso de la implementación
162	4 Procedimientos temporarios y situaciones de transición

164	5 Comunicando cambios
165	5.1 Convenciendo a los escépticos
169	5.2 Aprendiendo a partir de la reacción de elementos externos
170	6 La búsqueda de mejores prácticas es un proceso de aprendizaje continuo
175	Capítulo 7 Los beneficios tangibles del buen gobierno corporativo
178	1 Enfoque general del análisis comparativo
179	1.1 El análisis presenta cinco enfoques
180	2 Repercusión del gobierno corporativo sobre indicadores operativos
180	2.1 Comparación de indicadores contables tradicionales
182	2.2 Segundo enfoque: el análisis de los beneficios económicos revela resultados positivos
184	3 Efectos del gobierno corporativo en los costos del capital
184	3.1 Comparación de indicadores tradicionales del mercado de valores
186	3.2 Analizando la repercusión de los anuncios referidos a mejoras en el gobierno corporativo
187	3.3 La clave: analizar el rendimiento total de las acciones
190	3.4 ¿Qué tan sólidos son los resultados?
192	4 Los beneficios del buen gobierno durante la reciente crisis financiera
192	4.1 Comparación de indicadores operativos y de mercado
195	4.2 Analizando la reacción de los miembros del Círculo en el mercado de valores en 2008
197	4.3 Características corporativas que favorecen el desempeño de las acciones durante una crisis económica
198	5 Los miembros del Círculo de Empresas reconocen los beneficios
203	Anexo 1 Matriz de Progresión de Gobierno Corporativo de la IFC
205	Anexo 2 Organizaciones involucradas en el gobierno corporativo
209	Anexo 3 Cuestionario de evaluación comparativa sobre gobierno corporativo
235	Anexo 4 Definición indicativa de Director Independiente
237	Anexo 5 Metodología para el análisis del Capítulo 7
251	Referencias
259	Glosario
267	Índice terminológico



Índice



Índice de Términos



El Círculo de Empresas. Palabras del Presidente.

Me complace compartir con ustedes esta gran iniciativa del Círculo de Empresas de América Latina, que representa un momento muy especial en su trayectoria.

El Círculo de Empresas se creó en mayo de 2005 por recomendación de la Mesa Redonda Latinoamericana de Gobierno Corporativo —una red de funcionarios públicos, inversores, instituciones no gubernamentales, mercados de valores y asociaciones, además de otras partes interesadas en la mejora del gobierno corporativo de la región. El Círculo reúne a un grupo de empresas latinoamericanas con el fin de incorporar la opinión del sector privado al trabajo de la Mesa Redonda, e intercambiar y divulgar públicamente las experiencias de la aplicación de los principios del buen gobierno corporativo. El Círculo está compuesto por 14 empresas de cinco países que han demostrado su liderazgo y adoptado buenas prácticas de gobierno corporativo, contribuyendo al fortalecimiento de los negocios y las empresas: Atlas de Costa Rica; Argos e ISA de Colombia; Buenaventura y Ferreyros del Perú; Homex de México, y CCR, CPFL, Embraer, Marcopolo, Natura, NET, Suzano y Ultrapar de Brasil.

Los miembros del Círculo son empresas que cotizan en bolsas locales e internacionales y poseen una gran presencia en sus mercados de capitales. Sus experiencias resultan sumamente interesantes principalmente para las empresas que cotizan en bolsa. No obstante, los miembros del Círculo de Empresas consideran que muchas de las medidas adoptadas respecto de los directorios, las relaciones con accionistas y partes interesadas, los controles internos y la transparencia, constituyen también lecciones importantes para empresas controladas por un número reducido de accionistas y que no cotizan en bolsa, incluyendo empresas familiares. Por ende, los esfuerzos de intercambio de experiencias con otras empresas de la región no se limitan sólo a grandes empresas que cotizan en bolsa.

Ferreyros





Las 14 empresas del Círculo colaboran con el fin de:

- Fomentar un mejor gobierno corporativo en la región a través de una mejor comprensión del gobierno corporativo y prestar asistencia para el desarrollo de respuestas de políticas
- Fomentar un diálogo continuo sobre experiencias entre los sectores privado y público
- Monitorear y evaluar el avance del gobierno corporativo en la región
- Identificar la demanda de asistencia técnica y fomentar la creación de oferta para responder a dicha demanda
- Informar a la comunidad internacional acerca de las iniciativas nacionales y regionales de reforma.

En la actualidad, el Círculo de Empresas no se limita a compartir experiencias, sino que trabaja para ser reconocido como un grupo de expertos, con un amplio conocimiento y una vasta experiencia sobre prácticas de gobierno corporativo en América Latina.

Este libro constituye el resultado de nuestros esfuerzos para lograr este ambicioso objetivo. Confiamos en que esta iniciativa ayudará también a los aficionados al gobierno corporativo a desarrollar una cultura de valores éticos y profesionales —fundamental para el buen funcionamiento de los mercados.

Espero que disfruten la lectura,

André Covre
Presidente del Círculo de Empresas



Prólogo

El Círculo de Empresas de América Latina se ha convertido rápidamente en uno de los promotores más enérgicos y eficaces de la mejora del gobierno corporativo en toda la región. La Corporación Financiera Internacional (IFC) y la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos (OCDE) crearon el Círculo en 2005, a petición de la Mesa Redonda Latinoamericana de Gobierno Corporativo. La manera generosa y abierta en que los miembros compartían sus experiencias en los eventos de concientización realizados en toda América Latina, le valieron un rápido reconocimiento. Su publicación anterior: *Estudio de Casos de Buenas Prácticas de Gobierno Corporativo*, analiza la experiencia de los miembros del Círculo de Empresas en el desarrollo de normas y prácticas mejoradas en la materia.

Los esfuerzos conjuntos de la IFC y la OCDE con socios regionales y locales para mejorar el gobierno corporativo en América Latina y el resto del mundo, han generado verdaderos avances tanto a nivel de políticas como a nivel corporativo. Uno de los resultados iniciales más importantes, fue el documento preparado por la Mesa Redonda de Gobierno Corporativo: *White Paper sobre Gobierno Corporativo para Latinoamérica*. Este documento sentó las bases para el desarrollo posterior. Los avances incluyen reformas legales y reglamentarias, el desarrollo de códigos de mejores prácticas nacionales, la creación de instituciones de defensa y apoyo, las iniciativas pioneras del Novo Mercado en Brasil y la atención creciente de muchos participantes del mercado respecto del gobierno corporativo. Sin embargo, las mejoras no se han generalizado y aún resta mucho por hacer.

Como demuestra el Círculo de Empresas, la comunidad empresarial es un motor importante de reforma. Aunque los diseñadores de políticas y los reguladores cumplen un rol primordial en la creación del marco general, es el sector privado el que garantizará que dicho marco se aplique con éxito en la realidad. Por lo tanto, recibimos con satisfacción esta iniciativa de algunas de las principales empresas latinoamericanas que cotizan en bolsa, para desarrollar esta *Guía Práctica de Gobierno Corporativo: Experiencias del Círculo de Empresas de la Mesa Redonda Latinoamericana*. Se trata de la primera guía de este tipo elaborada por empresas latinoamericanas y refleja una diversa gama de experiencias en la región. Su orientación práctica, con ejemplos concretos y relevantes, debería resultar sumamente útil a las empresas que se inician en el camino de mejorar su gobierno corporativo.

Cuando surgió la idea de crear esta guía, los mercados de todo el mundo, y especialmente de América Latina, se expandían con éxito y a gran velocidad. No hay duda de que, en parte, dicha expansión provenía de los avances en materia de gobierno corporativo en la región. Hoy, la crisis financiera generalizada y la recesión económica han modificado el escenario global. Sin embargo, la crisis subraya la importancia de un gobierno corporativo sólido para crear empresas fuertes. Así, esta *Guía Práctica* no podría haber llegado en mejor momento.

Estamos convencidos de que esta guía se divulgará y utilizará ampliamente entre las empresas latinoamericanas, contribuyendo a mejorar su gobierno corporativo. Agradecemos a todos los miembros y promotores del Círculo de Empresas y, especialmente, a sus Presidentes: Roque Benavides de Buenaventura en el Perú, Carlos Yepes de Argos en Colombia y André Covre de Ultrapar en Brasil. Todos han contribuido significativamente al gran éxito del Círculo de Empresas.

Toshiya Masuoka



Director del Departamento de Asesoría
Corporativa
Corporación Financiera Internacional

Carolyn Ervin



Directora de Asuntos Financieros y Empresariales
Organización para la Cooperación y el Desarrollo
Económicos

Agradecimientos

La elaboración y la publicación de esta Guía Práctica son el resultado de la colaboración, la participación y la dedicación de un gran número de personas.

En nombre de la Corporación Financiera Internacional y la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos, queremos expresar nuestro sincero agradecimiento a Sandra Guerra, coordinadora del Círculo, por todos sus esfuerzos en la producción de esta guía. Su paciente labor —que incluyó solicitar, compilar, coordinar y editar la información aportada por los miembros del Círculo de Empresas— fue esencial para el diseño y el bosquejo de la guía, y para la preparación del primer borrador. Asimismo, Sandra Guerra colaboró diligentemente con las organizaciones patrocinadoras para seguir mejorando el borrador original.

Queremos transmitir nuestro sincero agradecimiento a todas las empresas y personas que contribuyeron a hacer realidad esta guía. Su apoyo ha sido constante desde el primer encuentro del Círculo de Empresas en 2005, cuando la idea comenzó a germinar.

La guía entrelaza conceptos y aportes de numerosos accionistas, miembros de directorios y gerentes clave que representan a 14 empresas de cinco países de América Latina. Todos ellos comparten algo: el compromiso de mejorar y divulgar conocimientos para mejorar las prácticas de gobierno corporativo. Las páginas de esta guía reflejan ese firme compromiso por el que les estamos profundamente agradecidos.

Nuestros colaboradores nos han suministrado muchísimos datos cualitativos y cuantitativos. Han dedicado su valioso tiempo a analizar las razones y los motivos que los guiaron en la implementación de mejoras prácticas al gobierno corporativo. Han presentado tanto las ventajas como los inconvenientes de su experiencia. Su disposición para emprender esta enorme labor, ha generado una publicación sumamente práctica y de gran alcance, que no se limita a narrar los hechos, sino que destaca las motivaciones y los métodos, detalla los resultados cuantificables, ofrece lecciones útiles extraídas de expe-

riencias reales y presenta pautas claras sobre los pasos a seguir.

Algunos de los colaboradores que iniciaron el proceso junto a nosotros, y cuyo entusiasmo profesional superó ampliamente nuestras expectativas, siguieron su camino dejando sucesores con el mismo nivel de compromiso y colaboración. También para ellos es nuestro agradecimiento.

Queremos expresar nuestra gratitud por la dedicación de las personas pertenecientes a las empresas miembro del Círculo que hicieron posible este trabajo y nos permitieron contar con el aporte de participantes clave: María Uriza y Carlos Raúl Yepes de Argos; Diego Artiñano y Roberto Truque Harrington de Atlas; Roque Benavides y Daniel Domínguez de Buenaventura; Eduardo Andrade, Francisco Bulhões, Silvia Salmeron, Renato Vale y Massami Yueda de CCR; Wilson Ferreira Jr., Gisélia da Silva y Marco da Camino Soligo de CPFL Energía; Anna Cecilia Bettencourt Cochrane, Carlos Eduardo Camargo y Antonio Luiz Pizarro Manso de Embraer; Mariela García de Fabbri y Patricia Gastelumendi Lukis de Ferreyros; Eustaquio De Nicolás Gutiérrez y Javier Romero de Homex; Juan David Bastidas Saldarriaga de ISA; José Rubens De La Rosa y Thiago A. Deiro de Marcopolo; Helmut Bossert, Fernando Mesquita, José Guimarães Monforte, Pedro Passos y Moacir Salzstein de Natura; João Elek, Leonardo P. Gomes Pereira y Marcio Minoru Miyakava de NET; Maria Cecilia de Castro Neves, David Feffer, Andrea Pereira, João Nogueira Batista y Bernardo Szpiegel de Suzano, y André Covre, Marcelo De Simone, Maria Fernanda Leme Brasil, Fabio Schwartzman y Pedro Wongtschowski de Ultrapar.

La determinación de las tres organizaciones patrocinadoras y sus líderes (Darrin Hartzler de la IFC, Mats Isakson de la OCDE y Phil Armstrong del Foro Global de Gobierno Corporativo) contribuyó a asegurar que la idea de la guía se hiciera realidad.

También queremos agradecer los esfuerzos prácticos de varias personas, que formaban o siguen formando parte de las organizaciones patrocinadoras. Mike Lubrano asumió el desafío de elaborar esta guía cuando estaba a cargo de la Unidad de Gobierno Corporativo de la IFC, y continuó prestando su incansable apoyo a la

tarea aún después de dejar la institución. Sin su aporte, la guía no hubiese sido publicada. Nancy Metzger, que formaba parte del GCGF cuando empezó el proyecto, propuso y aplicó soluciones prácticas para que el equipo pudiera superar complejas dificultades operativas. Santiago Chaher, su sucesor, demostró el mismo nivel de dedicación y conocimiento. Cuauhtémoc López-Bassols, de la OCDE, también ha realizado un valioso aporte a este proyecto.

El Doctor y Magíster Alexandre Di Miceli da Silveira, profesor de Contabilidad y Finanzas de la Escuela de Economía, Negocios y Contabilidad de la Universidad de São Paulo, propuso el marco de investigación para el último capítulo. Además, supervisó la recolección y el análisis de datos sobre los que se basan los resultados presentados en este capítulo. Agradecemos su extensa colaboración.

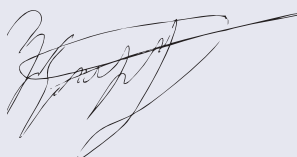
Agradecemos además al Sr. José Sebastián Elías por su labor en la edición de este libro en español.

El gobierno corporativo es un proceso continuo. Los esfuerzos en esta materia sufrirán modificaciones a medida que cambien las circunstancias. Esperamos que esta obra sirva de referencia y guía a quienes deseen abordar el gobierno de sus empresas, independientemente de la fase de evolución en que se encuentren.

Daniel Blume, Administrador Principal de la División de Asuntos Corporativos de la OCDE.



Davit Karapetyan, Funcionario de la Unidad de Gobierno Corporativo de la IFC.



Índice

Índice de Términos

INTRODUCCIÓN



Introducción

La ***Guía Práctica de Gobierno Corporativo: Experiencias del Círculo de Empresas de la Mesa Redonda Latinoamericana***, extrae las lecciones aprendidas por 14 empresas líderes latinoamericanas, a partir de sus propias experiencias en la mejora de su gobierno corporativo. Esta obra pretende servir como una hoja de ruta que guíe a otras empresas latinoamericanas interesadas en mejorar su propio gobierno.

Aunque la guía ha estado en preparación desde hace varios años, su publicación coincide con una crisis financiera global que ha colocado al gobierno corporativo entre los puntos más urgentes de la agenda política mundial. Dado que las deficiencias en esta materia —desde una gestión inadecuada del riesgo hasta la distorsión de estructuras de incentivo— son factores que contribuyen a la crisis, las buenas prácticas de gobierno corporativo serán parte importante de la respuesta necesaria para las economías latinoamericanas y las de otras regiones del mundo.

Más allá de la inmediatez de la crisis, América Latina posee características singulares en lo referido al gobierno corporativo y al mercado: el predominio de conglomerados y la concentración de la propiedad en pocos accionistas, con una estructura frecuentemente familiar. Además, los mercados internos de capital todavía se encuentran en una fase temprana de desarrollo. Todo esto dificulta la atracción de la inversión y eleva la importancia de las prácticas de gobierno corporativo. Una de las dificultades yace en garantizar que los accionistas minoritarios tengan suficiente confianza para invertir en las empresas que cotizan en bolsa, a través del mejoramiento de la protección de sus derechos e intereses.

En este contexto, y tal como lo ha reconocido la Mesa Redonda Latinoamericana de Gobierno Corporativo, durante la última década, la concientización y la actividad relacionadas con el gobierno corporativo han crecido notablemente. La Mesa Redonda es una iniciativa en curso de la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos y la Corporación Financiera Internacional del Grupo del Banco Mundial, que reúne anualmente a forjadores de políticas, reguladores, mercados de valores, inversores, empresas y demás interesados, para fomentar la mejora de políticas y prácticas específicas al contexto latinoamericano. El “White Paper” sobre Gobierno Corporativo en América Latina de la Mesa Redonda, publicado en 2003, fue el primer intento de delinear las prioridades de políticas públicas y buenas prácticas específicas a la región. Sabiendo que quedaba mucho por hacer, a continuación, en 2005, la Mesa Redonda creó el Círculo de Empresas para fomentar la implementación del gobierno corporativo a nivel de las empresas.

Esta guía práctica es el fruto de dichos esfuerzos y de un largo proceso. El Círculo de Empresas surgió como una respuesta al llamado de los miembros de la Mesa Redonda solicitando una mayor participación de las empresas del sector privado en sus esfuerzos por mejorar el gobierno corporativo. En 2005, se publicó un primer informe con casos prácticos y en 2006, se publicó una segunda edición ampliada. Los miembros del Círculo deseaban intercambiar experiencias y creían que una guía práctica que analizara las formas y las razones para mejorar el gobierno corporativo, beneficiaría a una mayor audiencia de empresarios latinoamericanos.

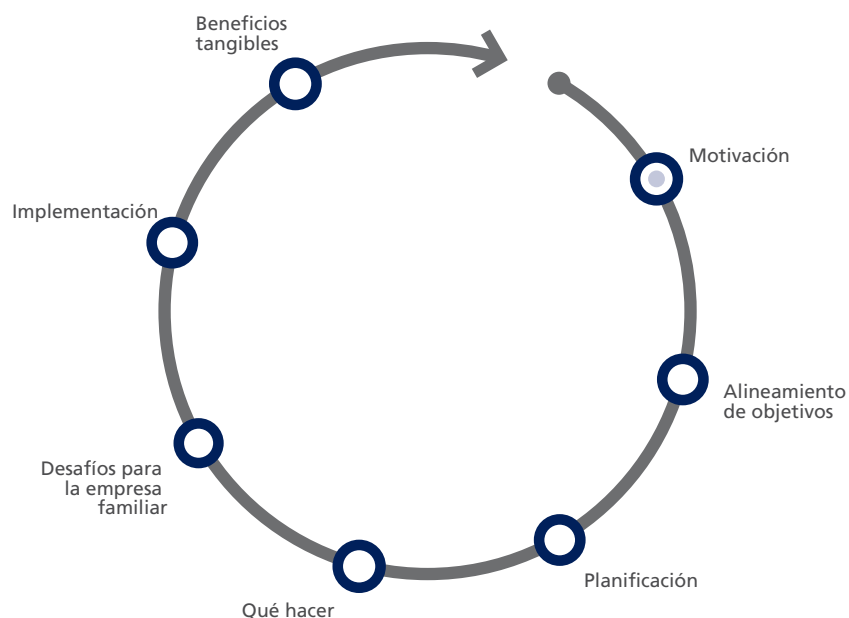
La ***Guía Práctica de Gobierno Corporativo: Experiencias del Círculo de Empresas de la Mesa Redonda Latinoamericana*** ofrece a los líderes empresariales de América Latina la

oportunidad de aprender de la experiencia de empresarios homólogos que lograron implementar mejoras sustantivas en sus normas y prácticas de gobierno. Ofrece un acceso poco habitual a altos ejecutivos, accionistas y directores de empresas líderes en la implementación del gobierno corporativo en América Latina. Entre estas empresas encontramos a Atlas de Costa Rica, Argos e ISA de Colombia, Buenaventura y Ferreyros del Perú, Homex de México y CCR, CPFL Energía, Embraer, Marcopolo, Natura, NET, Suzano y Ultrapar de Brasil.

Una de las singularidades de la guía es que comprende cuatro dimensiones diferentes: casos de las propias empresas; resultados de estudios académicos y de mercado, que demuestran los beneficios del gobierno corporativo; criterios de buenas prácticas de instituciones referentes —incluidas la IFC, la OCDE y el Foro Global de Gobierno Corporativo—; y pruebas empíricas que comparan los resultados de los miembros del Círculo con sus homólogos latinoamericanos.

La naturaleza práctica del libro surge de las experiencias reales de los líderes, que explican cómo y por qué implementaron políticas y prácticas de gobierno corporativo. La guía ofrece a los lectores un nivel de acceso inusual a una amplia gama de interesados que afectan y se ven afectados por el gobierno corporativo: desde accionistas a directores y gerentes clave. El libro incluye valiosos testimonios narrados en primera persona, a través de los cuales líderes experimentados comparten sus motivaciones, razonamientos y experiencias, y ofrecen soluciones prácticas probadas y comprobadas que pueden implementarse en la realidad.

Las partes de igual categoría a los interesados que suministraron información, pueden ser los principales beneficiarios de esta guía, especialmente aquellas empresas que cotizan en bolsa o que están considerando hacerlo y desean comprender la profundidad y el tipo de repercusión que devienen de cambios profundos en el gobierno corporativo. La guía también servirá a los gerentes y propietarios de empresas que no cotizan en la bolsa interesados en profundizar sus conocimientos sobre las mejores prácticas y aprovechar las experiencias de los líderes que han seguido este camino. Las empresas familiares, tan predominantes y relevantes para los mercados latinoamericanos, entran en esta categoría.



Esta guía, dividida en siete capítulos, recrea la travesía que emprenden los líderes empresariales al implementar el cambio. Comienza por las motivaciones y termina con los beneficios, ayudando al lector a comprender la lógica del proceso de implementación de gobierno corporativo. Algunos lectores preferirán empezar por los últimos capítulos —el capítulo final sobre beneficios tangibles puede ser útil para definir motivaciones— o saltar de un capítulo a otro. El orden de lectura se acomoda a las motivaciones e intereses de cada lector.

Capítulo 1 Motivación: El porqué determina el camino a seguir

Este capítulo presenta las motivaciones que impulsaron a los líderes de las 14 empresas del Círculo de Empresas de América Latina, a aplicar cambios de gobierno; a la vez, analiza distintas formas potenciales de definir las motivaciones para la implementación del buen gobierno corporativo. Muestra la importancia de identificar claramente los beneficios deseados y cómo proceder para alcanzarlos. Asimismo, presenta una variedad de motivaciones posibles en función de la estructura de participación, el ciclo de vida de la empresa, el sector en que opera y el marco institucional y normativo del país. Todos estos elementos influyen y repercuten en los resultados deseados por la empresa. El capítulo destaca que la motivación para la mejora del gobierno corporativo condiciona el orden y el ritmo de las medidas a implementar.

Capítulo 2 Alineamiento de objetivos: Modificando actitudes y generando compromiso

Este capítulo examina las maneras de agrupar los diversos intereses de cada accionista y parte interesada, bajo un marco propuesto para el cambio de gobierno. Analiza formas de desarrollar un marco común sobre gobierno corporativo, fomentar cambios de actitud y generar compromisos de grupos diversos de personas con distintos puntos de vista. El capítulo también aborda opiniones divergentes y examina estrategias sensibles a los cambios de actitud, relacionados con creencias y, en ocasiones, perspectivas culturales contradictorias. Ofrece sugerencias para mejorar la comunicación con los interesados y métodos para incluir a todas las diferentes partes.

Capítulo 3 Planificación y fijación de prioridades

El Capítulo 3 desglosa el proceso de planificación, y explica cómo fijar prioridades y objetivos clave, además de cómo definir metas a través de la identificación de resultados deseados para el gobierno corporativo. Subraya la importancia de equilibrar objetivos a corto plazo y fáciles de alcanzar con cambios más profundos de largo plazo, midiendo los beneficios de cada opción. Se resalta cómo los líderes del cambio pueden aprovechar las referencias locales e internacionales para establecer un plan viable, con responsabilidades claramente definidas, y un cronograma: una “hoja de ruta” respaldada por un sistema de recompensas e incentivos. Asimismo, el capítulo hace hincapié en la importancia de la flexibilidad y la creación de expectativas realistas para los plazos del cambio; los líderes deben reconocer que hasta los planes mejor diseñados pueden sufrir algunos retrasos.

Capítulo 4 Qué hacer: Prácticas fundamentales para un buen gobierno corporativo

Este capítulo ofrece ejemplos prácticos referidos a la implementación y la ejecución de planes y mejores prácticas. Cubre los mecanismos de gobierno —la asamblea ordinaria de accionistas, el directorio y sus comités y la gerencia— y las relaciones entre ellos. Se describen prácticas y políticas partiendo de la valiosa experiencia de los miembros del Círculo.

Las mejoras del gobierno corporativo se agrupan y presentan en seis secciones:

- Formalización de políticas de gobierno corporativo: códigos y directrices
- Desempeño del directorio y relación con la gerencia ejecutiva

- › Derechos más sólidos para los accionistas y mantenimiento del alineamiento;
- › Mejorando el entorno de control
- › Transparencia y divulgación de la información
- › Garantizando la sostenibilidad del negocio

Capítulo 5 Desafíos de gobierno corporativo para empresas familiares

El Capítulo 5 analiza los beneficios y las dificultades específicas que enfrentan las empresas familiares. Presenta perspectivas diversas, incluyendo la visión de familiares e inversores, y presenta trabajos de investigación académica sobre el tema. Este capítulo profundiza en los problemas más frecuentes: cómo manejar conflictos de interés entre los miembros de la familia, cómo lograr una gestión profesional y cómo institucionalizar las buenas prácticas y políticas. El capítulo ilustra la manera en que resolvieron estos temas a través de un caso de estudio de una empresa familiar dirigida por la tercera generación.

Capítulo 6 Implementando el gobierno corporativo

Este capítulo explica aspectos específicos de la implementación de políticas, prácticas y nuevas estructuras. Incluye consejos para dar los primeros pasos concretos en el proceso de implementación del gobierno corporativo, verificar los resultados y asegurarse de que coincidan con las expectativas iniciales. El capítulo también sugiere formas de ajustar las políticas de gobierno y adaptarlas a las reacciones de los accionistas y demás partes interesadas. El capítulo cubre las medidas iniciales y el monitoreo y revisión continua necesarias para que el proceso de gobierno corporativo obtenga los mejores resultados posibles y para seguir aprendiendo y mejorando —un proceso que se denomina “gobernar el gobierno”.

Capítulo 7 Los beneficios tangibles del buen gobierno corporativo

El Capítulo 7 presenta el aspecto fundamental del gobierno corporativo: una serie de resultados cuantitativos obtenidos mediante cinco métodos diferentes para evaluar sus beneficios en relación a una amplia gama de indicadores. El análisis se centra en cómo repercute el gobierno corporativo en los indicadores operacionales y en los costos de capital. Esta información reafirma la visión de que un buen gobierno arroja beneficios. Los datos presentados demuestran la solidez de los resultados financieros y operacionales logrados por quienes lideran el gobierno corporativo, en comparación con los de todas las empresas latinoamericanas que cotizan en bolsa.

En comparación con sus homólogos latinoamericanos, los miembros del Círculo de Empresas incrementaron su rentabilidad, el valor de sus acciones y su liquidez, a la vez que registraron un menor costo de capital. Además, el anuncio público de las mejoras de gobierno generó, a corto plazo, un aumento promedio inmediato del valor de las acciones del 8% —por encima de lo esperado habitualmente—. En el caso de los accionistas, el análisis subraya las ventajas de invertir en empresas con políticas firmes de gobierno corporativo.

Este capítulo también incluye un primer diagnóstico sobre la repercusión de la crisis en los resultados del gobierno corporativo para la segunda mitad de 2008, comparando nuevamente a las empresas del Círculo con las demás empresas latinoamericanas que cotizan en bolsa. La comparación demuestra que los miembros del Círculo registraron mejores resultados comerciales y operativos, incluso tras el primer impacto de la crisis. Asimismo, al comparar los resultados obtenidos con los de 2005–2007, el análisis reveló que las empresas del Círculo ampliaron su ventaja en los ratios precio/ganancia y precio/valor contable de sus acciones. Está claro que los inversores han notado que, en épocas de inestabilidad de los mercados, las empresas del Círculo ofrecen más ventajas que el resto de las empresas latinoamericanas.

El capítulo analiza también la reacción del mercado de valores durante este período. Los resultados demuestran que las acciones de las empresas del Círculo no tuvieron una caída tan abrupta. Dado que este resultado podría atribuirse a otros factores, se aplicó otra prueba más compleja y se dejaron de lado ciertas características corporativas. Una vez más, los resultados demuestran claramente que integrar el Círculo y/o cotizar además de en el mercado local, en un mercado más estricto, son factores que atenúan la caída de las acciones en tiempos de crisis.

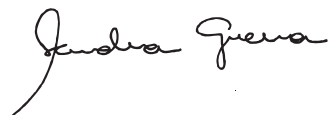
Estos resultados cualitativos y cuantitativos son especialmente oportunos, ya que llegan cuando muchas empresas están enfrentándose a lo que podría ser la peor recesión económica en varias generaciones, por lo que podrían caer en la tentación de interrumpir sus planes de gobierno corporativo.

Los anexos de la guía contienen herramientas para ayudar a las empresas a poner en marcha la implementación del gobierno corporativo. Un cuestionario de evaluación comparativa de 100 puntos para empresas que cotizan en bolsa, sirve de referencia para la autoevaluación de sus prácticas en la materia. Otra herramienta de gran utilidad para estas empresas, es la Matriz de Progresión del Gobierno Corporativo de la IFC. Ambas pueden servir al estructurar la valoración inicial de las prácticas de gobierno. Se ofrecen referencias adicionales a otras fuentes, además de un glosario terminológico para facilitar la comprensión de conceptos y definiciones.

En una era que promete ser más competitiva para atraer financiamiento y la atención del inversionista, este libro nos recuerda que el gobierno corporativo es fundamental para el crecimiento sostenible y la creación de valor para todos los participantes de la cadena: accionistas, gerentes, directores, inversores y demás interesados que contribuyen a generar riqueza en las empresas. Este libro pretende convertirse en una guía práctica para las empresas que deseen embarcarse en el viaje del buen gobierno corporativo.

Solo me resta dar la bienvenida a los lectores que emprenderán esta travesía. Espero que les sirva de inspiración y que su trabajo se vea recompensado.

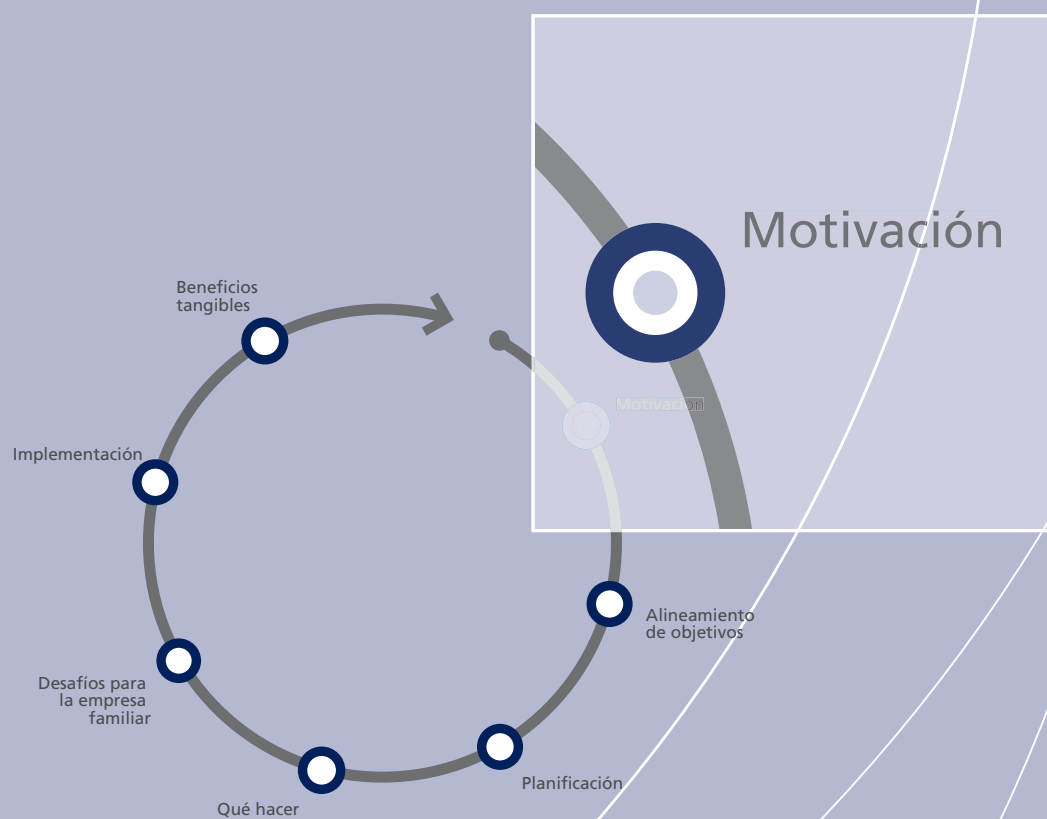
Sandra Guerra



Círculo de Empresas de la Mesa Redonda Latinoamericana de Gobierno Corporativo
Coordinadora

1

MOTIVACIÓN: EL PORQUÉ DETERMINA EL CAMINO A SEGUIR







Capítulo 1

Motivación: El porqué determina el camino a seguir



MENSAJES CLAVE

Defina la motivación. Al plantearse el modo de mejorar el gobierno corporativo de su empresa, defina la razón o razones fundamentales (la motivación) tras dichas mejoras.

Identifique los beneficios comerciales. La motivación para mejorar el gobierno corporativo debería desprenderse de la identificación de los beneficios deseados para la empresa.

Adapte las medidas específicas a los beneficios deseados. Su motivación para mejorar el gobierno corporativo debe moldear las medidas específicas que tomará la empresa, así como su ritmo de implementación y orden de prioridad.

Como ocurre con muchos otros aspectos del mundo empresarial, las prácticas de gobierno corporativo no deben ajustarse a un único patrón. Por el contrario: la experiencia demuestra que las formas de implementar y lograr un mejor gobierno, pueden diferir considerablemente en cada país y empresa, incluso dentro de un mismo sector.

Las razones que impulsan la búsqueda de mejoras en el gobierno corporativo son tan numerosas y variadas como sus métodos de implementación. En muchos casos, la adopción de medidas específicas en la materia, ocurre tras un período relativamente largo destinado a lograr una mayor comprensión de los costos y los beneficios involucrados. Durante este período, los responsables clave de la empresa van apreciando cada vez más las ventajas que puede ofrecer la mejora del gobierno corporativo —beneficios que se aplican tanto al negocio, como a los diversos interesados, a nivel interno y externo—. A menudo, la supervivencia de la empresa está en juego, por lo que la toma de decisiones y la implementación de esas medidas de gobierno deberán ser casi inmediatas.

En general, los factores de motivación suelen determinar las prioridades de acción y el ritmo de implementación de las medidas de mejora. La necesidad urgente de capital, o la ausencia repentina del fundador sin un plan de sucesión, exigen celeridad al adoptar medidas destinadas a resolver dichos problemas. Otras empresas pueden avanzar de manera más gradual en su reconocimiento del valor del buen gobierno corporativo, trabajando a ritmo más lento. En cualquier caso, serán las necesidades específicas las que dirijan el proceso de implementación.

Las experiencias de los 14 miembros del Círculo¹ demuestran una variedad de motivaciones y acciones. En este capítulo hemos agrupado los factores de motivación en distintas categorías que analizaremos detenidamente.

- › Acceder al capital o reducir su costo
- › Enfrentar y responder a las presiones externas del mercado
- › Equilibrar los intereses (a veces) divergentes de los accionistas
- › Resolver problemas de gobierno en empresas familiares
- › Garantizar la sostenibilidad de la empresa
- › Lograr mejores resultados operativos



Es importante destacar que, en la mayoría de los casos, las mejoras en el gobierno corporativo pueden verse impulsadas por varios factores motivadores.

¹ El Círculo de Compañías se conformó con 14 empresas miembro que demostraron su liderazgo al adoptar medidas de buen gobierno corporativo. Estas empresas provienen de cinco países latinoamericanos y son: Atlas de Costa Rica; Argos e ISA de Colombia; Homex de México; Buenaventura y Ferreyros del Perú; y CRR, CPFL, Embraer, Marcopolo, Natura NET, Suzano y Ultrapar de Brasil. Desde que fuera adquirida por la empresa mexicana Mabe en 2008, Atlas no forma parte del Círculo de Compañías. La información aquí presentada es anterior a dicha adquisición. Actualmente, el Círculo de Compañías cuenta con 13 miembros.



1 Acceder al capital o reducir su costo

“Buenaventura era considerada como una empresa familiar que concentraba sus operaciones en un país en desarrollo. Necesitábamos mostrar al mercado que éramos tan abiertos y fiables como cualquier otra empresa del mundo. La implementación de mejoras en el gobierno corporativo nos dio la credibilidad que se exige a una ‘nueva empresa en el mercado’. A nivel interno, el cambio requirió aumentar la transparencia, contar con mejor información y perfeccionar la toma de decisiones. En el Perú, nos ganamos el respeto de la comunidad empresarial y de otras partes interesadas. En total, calculo que las mejoras de gobierno implementadas resultaron en un aumento adicional del 20% de nuestra valoración de mercado, un aporte significativo para mejorar el valor para nuestros accionistas.”



—Roque Benavides, Buenaventura, Director Ejecutivo

Con frecuencia, los líderes empresariales señalan la necesidad de acceder al capital como la razón principal para iniciar mejoras en el gobierno corporativo. De hecho, todos los miembros del Círculo de Empresas han contado el acceso a capital externo y/o la reducción del costo del capital, como factores de motivación importantes para la mejora de sus políticas y prácticas de gobierno.

En muchos casos, el capital inicial aportado por los fundadores de la empresa y la capitalización de los beneficios, son suficientes para poner en marcha el negocio y financiar cierta expansión. Sin embargo, en última instancia, el éxito de la empresa está ligado a su capacidad de acceder a fuentes externas de financiamiento.

A medida que la empresa crece, aumenta su necesidad de contar con capital adicional. Asimismo, la financiación unilateral o de un grupo reducido de accionistas, representa un riesgo latente y en continuo aumento. ¿Cómo pueden captar fondos externos los líderes de la empresa? Las buenas prácticas de gobierno corporativo pueden ser la respuesta al modo en que la empresa accede a financiamiento adicional.

En los mercados emergentes, gran parte de la atención recae en la utilidad del gobierno corporativo como herramienta para mejorar el acceso a las fuentes globales de financiamiento. Los inversores necesitan la seguridad de saber que los accionistas mayoritarios y la gerencia protegen adecuadamente sus derechos y que existen mecanismos mínimos de gestión para reducir los riesgos de abuso de poder por parte del grupo mayoritario.

La experiencia de algunos de los miembros del Círculo de Empresas —todas empresas que cotizan en bolsa— ilustra cómo la necesidad de encontrar fuentes adicionales de financiamiento puede configurar un programa de gobierno corporativo.

En busca del “dinero de otros”

Los seis socios fundadores de **Cemento Argos**, la empresa cementera más grande de Colombia, entendieron pronto la necesidad de contar con más socios. En 1934, cuando formaron la sociedad, sabían que necesitarían el dinero de otros para financiar sus operaciones y planes de expansión. En las décadas siguientes, el grupo abrió seis empresas más en diferentes regiones del país y comenzó a operar en el extranjero, todo gracias a una entrada constante de inversión externa.

Este proceso y el ritmo de crecimiento constante exigían prácticas empresariales que generaran confianza entre los nuevos socios y facilitaran el acceso a la inversión. Las mejoras de gobierno corporativo eran una respuesta natural a los retos de Argos, a pesar de que, en ese momento, no existían referentes de gobierno corporativo en el país. En 2005, Argos realizó una emisión pública de bonos por un valor de US\$197,5 millones, con una demanda de suscripción que triplicó el monto emitido.

Pensar a escala global, cotizar a nivel local (e internacional)

La búsqueda de crecimiento forma parte del ADN de **Buenaventura**, la empresa minera líder del Perú y uno de los mayores productores de oro y plata del mundo. Desde su creación en 1953, Buenaventura, que opera en un sector que requiere mucho capital, decidió que su camino era el crecimiento mediante exploraciones y adquisiciones.

Desde el principio, la empresa pensó en la unión transitoria de empresas y en la emisión pública en mercados de capitales peruanos y estadounidenses, como posibles fuentes de financiamiento para sus planes de crecimiento. Ya en su fase inicial, y a partir de entonces, la empresa dio sus primeros pasos en la mejora de su gobierno corporativo. Sin embargo, fue la decisión de realizar una emisión pública de certificados estadounidenses de depósitos en custodia (ADR, por sus siglas en inglés) en el Mercado de Valores de Nueva York en 1996, lo que desencadenó un cambio integral hacia el buen gobierno. La iniciativa exigía que la empresa cumpliera con los requisitos de la legislación estadounidense y con las normas de la Comisión Nacional de Valores de EE. UU. La gerencia tuvo que invertir mucho tiempo y amplios recursos para que Buenaventura pudiera cumplir con dichos requerimientos. Además de beneficiarse a través del financiamiento de las nuevas emisiones, hubo otros resultados tangibles como mejoras en la toma de decisiones sobre aspectos esenciales del negocio, especialmente respecto del camino a seguir en el futuro.

1.1 Un buen gobierno corporativo incrementa el valor de mercado

Cada vez contamos con más pruebas empíricas que demuestran que las empresas bien gobernadas cuentan con una mayor valoración de mercado. El inversor ve en estas empresas entidades seguras y confía en que sus inversiones obtendrán rendimientos sin violar los derechos del



accionista.² Una mayor valoración no se aprecia únicamente cuando las empresas son adquiridas por otras de mayor envergadura o cuando se lanzan a cotizar por primera vez, sino también cuando el precio de sus acciones refleja múltiplos superiores.



Los estudios demuestran los beneficios para el negocio: Las empresas bien gobernadas atraen valoraciones elevadas

Según investigadores coreanos y estadounidenses, en Corea, las empresas bien gobernadas cotizaron un **160% por encima** de aquellas con un gobierno corporativo deficiente.

Según dos estudios recientes, que aplicaron índices amplios de gobierno corporativo, en Brasil, las empresas con un gobierno deficiente podrían **aumentar su capitalización de mercado en un 85–100%** implementando reformas en sus actividades de gestión y adoptando las prácticas del buen gobierno.

Según un estudio reciente de ABN AMRO, en 2004, las empresas que operaban desde Brasil que contaban con las calificaciones más altas en lo que hace al gobierno corporativo, obtuvieron **ratios precio/ganancia un 20% por encima** de las peor calificadas.

Según un estudio de alcance modesto, en Rusia, las empresas que evolucionaron de las calificaciones más bajas a las más altas, en términos de gobierno corporativo, incrementaron su valor en un **70.000%**. Probablemente, un estudio de mayor envergadura no revelaría aumentos tan marcados, sin embargo, la relación entre un buen gobierno y el incremento del valor de la empresa es notable.

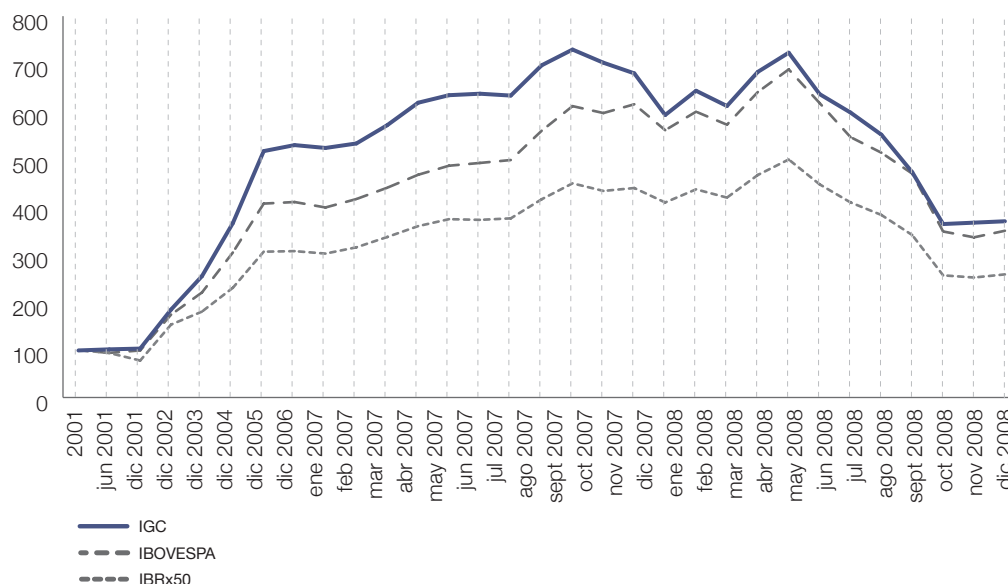
El análisis de los segmentos especiales de cotización del mercado de valores brasileño, el BM&FBOVESPA, demuestra la conexión. El rendimiento de las acciones de empresas de los Niveles 1 y 2 de Novo Mercado —en marcha desde 2001 y con una mayor exigencia de adhesión a estándares elevados de gobierno corporativo— demuestra la superioridad de los precios de las acciones de las empresas mejor gobernadas³. Aunque es posible que las mejoras implementadas por las empresas que operan en los segmentos especiales no constituyan la única causa

² Ver BLACK, B., JANG, H., & KIM, W. (2006). Does corporate governance predict firms' market values? Evidence from Korea. *Journal of Law, Economics, and Organization*, 22, n. 2, pp. 366–413; SILVEIRA, A. Di M. da., & BARROS, L. A. (2007). Corporate governance quality and firm value in Brazil. Disponible en SSRN: <http://ssrn.com/abstract=923310>; LEAL, R. P., & CARVALHAL-DA-SILVA, A. L. (2005). Corporate governance and value, in Brazil (and in Chile). Inter-American Development Bank, Latin American Research Network. Research Network Working Paper #R-514. Disponible en: http://www.iadb.org/res/pub_desc.cfm?pub_id=R-514; BLACK, B. (2001). The corporate governance behavior and market value of Russian firms. *Emerging Markets Review*, 2, pp. 89–108.

³ En 2001, BM&FBOVESPA lanzó sus segmentos especiales de cotización en función del gobierno corporativo, diseñados para negociar las acciones de las empresas que se comprometieran voluntariamente a adoptar estándares elevados de gobierno corporativo —además de los requerimientos exigidos por la legislación brasileña y la comisión nacional de valores. Entre los segmentos de cotización premium se encuentra el Nivel 1, que exige medidas adicionales de divulgación. El Nivel 2 comparte las exigencias del Nivel 1 y añade nuevas exigencias de gobierno corporativo, destinadas a fortalecer los derechos de los accionistas minoritarios (Ej. la fijación de un precio mínimo aceptable para las acciones preferidas [sin derecho de voto] en periodos de cambio en el control de la participación u otorgar derechos de voto respecto de ciertas decisiones corporativas importantes). El Novo Mercado (NM) es similar al Nivel 2, con el requerimiento adicional de que el capital accionario debe estar compuesto únicamente por acciones ordinarias (con derecho de voto). A fines de julio de 2008, 442 empresas cotizaban en el BM&FBOVESPA: 103 en el NM, 18 en el Nivel 2 y 44 en el Nivel 1, lo que representa el 61,6% de su capitalización total de mercado. Para mayor información sobre los segmentos especiales de cotización visite el sitio del BM&FBOVESPA: http://www.bovespa.com.br/Home/redirect.asp?end=/BovespaEv/Publications/publ_grai.asp?Origem=investor&idioma=.

del mejor desempeño de sus acciones, en general, se reconoce que estas empresas necesitaban mejoras significativas en sus políticas y prácticas de gobierno como punto de partida para atraer inversores. La Figura 1 ilustra la comparación.

Figura 1: IGC x IBOVESPA x IBR50: Rendimiento comparativo del precio de las acciones⁴



Fuente: Economatica

La mejora del gobierno corporativo debe preceder la cotización

La experiencia de CPFL Energía es especialmente reveladora. CPFL Energía, la mayor empresa privada del sector eléctrico de Brasil, se formó durante un período tumultuoso en agosto de 2002, pocos meses después de que comenzara a racionarse la energía eléctrica en todo el país. La confusión reinaba entre los competidores del sector en lo referido a la oferta eléctrica. Este escenario, al que se acoplaba un tipo cambiario alto del dólar estadounidense respecto del real brasileño, en un año electoral, creó una ola de incertidumbre sobre el futuro del país. A principios de 2003, el flujo de efectivo operativo de CPFL Energía se vio afectado por un incremento en las tasas de interés. La empresa necesitaba conseguir USD570,5 millones, en parte para cancelar una deuda de US\$298,4 millones que vencía en abril de ese año.⁵

En aquel momento, CPFL Energía contaba con un plan de inversión agresivo para sus operaciones de distribución y para la construcción de seis plantas hidroeléctricas —cuatro de ellas

⁴ El IGC (Índice de Acciones con Gobierno Corporativo Diferenciado) está diseñado para medir el rendimiento de una cartera teórica compuesta por acciones de empresas con un buen nivel de gobierno corporativo. Estas empresas deberían cotizar en el Mercado Novo del BM&FBOVESPA o dentro de sus Niveles 1 o 2.

El IBOVESPA es el indicador principal del rendimiento promedio de las acciones del mercado brasileño. Su importancia reside en dos factores: refleja las fluctuaciones de las acciones de mayor actividad del BM&FBOVESPA y es un índice tradicional que ha conservado su integridad a lo largo de la historia sin sufrir cambios metodológicos, desde su creación en 1968.

El IBR50 es un índice que mide el rendimiento total de una cartera teórica formada por 50 acciones seleccionadas entre los valores sujetos a una mayor actividad en el BM&FBOVESPA en términos de liquidez, ponderados en función del valor de mercado de las acciones en circulación.

⁵ En esta guía, los valores en dólares estadounidenses (USD) referidos a transacciones de empresas latinoamericanas, reflejan el tipo de cambio respecto de las monedas locales, vigente a la fecha de dichas transacciones.



ya están operando mientras se redacta este informe. Para captar los fondos necesarios, la empresa reestructuró su gobierno corporativo, estableciendo un sistema que facilitara una relación fiable y de bajo riesgo entre la empresa y sus inversores, con el fin de atraer fondos y mejorar la estructura de capital de la empresa. Algunos de los resultados positivos de las iniciativas de gobierno corporativo que contribuyeron al aumento de las valoraciones de mercado fueron:⁶

- Mejora de los indicadores financieros
- Prolongación de los plazos de amortización de deudas
- Reducción en el costo de préstamos

“El sector energético desempeña un papel importante en la oferta de infraestructura para el crecimiento de la economía brasileña y el futuro. Para expandir este tipo de negocio necesitamos grandes inversiones e inversores a largo plazo, como los que ya tenemos, es decir, fondos de pensiones y grandes empresas, además de atraer socios potenciales en el mercado de capitales. Debemos ofrecer más que tasas de rendimiento competitivas. Debemos garantizar estándares elevados de gobierno corporativo para construir relaciones confiables y sólidas basadas en la divulgación clara de nuestro modo de administrar la empresa y nuestras estrategias a largo plazo. Desde la OPA de 2004, CPFL Energía ha aprovechado varias oportunidades comerciales y ha ofrecido a los inversores de sus filiales la oportunidad de trasladar su inversión a la sociedad controlante, permitiéndoles participar de nuestro éxito. A lo largo de este proceso, nuestras Directrices de Gobierno Corporativo han constituido una herramienta de suma utilidad para reintroducir el concepto de confianza en el sector de la energía eléctrica.”



—Wilson Ferreira Jr., CPFL Energía, Director Presidente⁷

⁶ El precio por acción de las acciones de CPFL Energía, aumentó un 64,7%, pasando de R\$ 16,43 (USD6,22), el 31 de diciembre de 2004, a R\$30,15 (USD12,90), el 31 de diciembre de 2008.

⁷ Ver nota a la versión en español al comienzo del libro.

1.2 Captar y retener accionistas

La mejora del gobierno corporativo es fundamental para acceder a nuevas fuentes de financiamiento. Según los estudios, en condiciones generales de igualdad, al momento de elegir, los inversores suelen colocar sus fondos en las empresas mejor gobernadas.⁸ Esto no significa que las mejoras de gobierno sean la única respuesta, pero las empresas siempre deben apuntar a elevar sus estándares en la materia. Mejorar su gobierno corporativo ayuda a las empresas a atraer nuevos inversores y a explotar nuevas fuentes de financiamiento y esto motiva a muchas empresas a continuar mejorando para retener a los accionistas existentes o atraer a nuevos inversores minoristas y/o de cartera.

La falta de capacidad interna impulsa la búsqueda de financiamiento externo

Los fundadores de **CCR** (Companhia de Concessões Rodoviárias), un consorcio de concesionarios de peajes, sabían que su capacidad de inversión no podría responder a la oportunidad planteada por la privatización de la enorme red de autopistas brasileñas. Aunque CCR estaba integrada por empresas importantes del sector de la construcción, comprendieron que debían atraer otros inversores para sus operaciones, ya que estás demandan mucho capital.

Sabían que no sería fácil. Después de todo, ¿quién querría invertir en una empresa controlada por sus principales proveedores? El potencial de posibles conflictos de interés era obvio, y los inversores sólo estarían satisfechos con una garantía creíble de transparencia e imparcialidad. La respuesta inicial a este desafío fue el equilibrio del gobierno corporativo. CCR convocó a Brisa, un operador internacional de carreteras de peaje que no participaba del sector de la construcción de autopistas de Brasil, para que integrara el grupo de accionistas mayoritarios y para que abogara por la transparencia. La reestructuración de la propiedad fue el primer paso para el buen gobierno: la participación equitativa de los accionistas mayoritarios garantizó el equilibrio de poder. A continuación, la empresa implementó una serie de procedimientos y medidas que mostraron al mercado que contaba con una estructura de gobierno capaz de proteger los derechos de los accionistas minoritarios. El resultado: CCR atrajo a los inversores adicionales que buscaba, a la vez que mantuvo la confianza de los accionistas existentes.

Expandiendo la base accionaria

Grupo ISA es la empresa de transmisión eléctrica más grande de Colombia y una empresa mixta de servicios públicos. Se creó en 1967 como una empresa del Estado dedicada a conectar las redes de transmisión eléctrica que existían en ese momento en las distintas regiones de Colombia. Sin embargo, tras cubrir los requerimientos energéticos del país, planificó su expansión para saltar las fronteras nacionales. Esta nueva visión requirió la revisión de su estructura de capital y con el respaldo de mejores prácticas de gobierno, se consiguieron los siguientes resultados:

- En 2000, ISA se convirtió en la primera empresa mixta de servicios públicos de Colombia que democratizó su propiedad, atrayendo a nuevos accionistas minoritarios que se hicieron con el 13,62% del capital de la empresa.
- Sabían que la participación accionaria del Estado podría dificultar la atracción de más inversores, por lo que ISA introdujo prácticas adicionales de buen gobierno para disipar las dudas.
- Esto facilitó el éxito de una OPA, a la que pronto siguió un segundo tramo en 2002.
- En poco tiempo, los nuevos accionistas privados de ISA controlaban el 30% de la empresa.

⁸ Los inversores institucionales globales que operan con más de 1 billón en activos, pagarán una prima por empresas con un buen gobierno corporativo. Ver el estudio MCKINSEY GLOBAL INVESTOR OPINION SURVEY ON CORPORATE GOVERNANCE (2002) en: <http://www.mckinsey.com/clientervice/organizationleadership/service/corpgovernance/pdf/globalinvestoropinionsurvey2002.pdf>



Sectores con una alta demanda de capital

NET Serviços, el mayor operador de televisión por cable de Brasil, opera en un sector con una alta demanda de capital para el desarrollo de infraestructura. Desde el principio, la intención era contar con accionistas estratégicos. Estos accionistas sacarían la empresa a la bolsa para aprovechar los mercados de capitales, y lograr una composición eficiente y diversificada. A mediados de los noventa, NET adoptó mejoras en sus prácticas de gobierno que le permitieron cotizar en mercados de capitales brasileños y estadounidenses.

- A finales de los noventa, cuando el gobierno corporativo cobraba más notoriedad, los accionistas de NET decidieron que la empresa debía adaptar su gobierno a las demandas de los inversores.
- En 2001, la empresa dio sus primeros pasos en el recorrido del buen gobierno, entrando al Nivel 1 de Gobierno Corporativo del segmento de cotización del BM&FBOVESPA.
- Ante un clima macroeconómico turbulento, y mientras intentaba convertirse en la empresa líder del sector de televisión por cable, NET comprendió que necesitaba nuevos aportes externos para cumplir con sus obligaciones y sostener su crecimiento.
- Para lograr financiamiento, NET adoptó estándares elevados de gobierno corporativo y se convirtió en la segunda empresa que progresaba hasta el Nivel 2 de BM&FBOVESPA.

1.3 Disminuir el costo del capital y diversificar su composición

Los efectos de las mejoras en el gobierno corporativo trascienden la atracción de capital y financiamiento global. Además de ello, es probable que las empresas que demuestren un compromiso firme con el gobierno corporativo, logren captar capital y créditos nacionales. Puede que las empresas no se contenten solamente con fuentes de capital nuevas y de menor costo para financiar sus operaciones, sino que, además, deseen diversificar la composición de su capital.

El mundo corporativo sabe que cuando aumenta el riesgo para el inversor también aumenta el costo del capital. En los últimos años, la tendencia marca que los inversores que aportan financiamiento crediticio o mediante endeudamiento, se fijan en las prácticas de gobierno corporativo de la empresa —una estructura de participación transparente y la adecuada divulgación de su información financiera— como un factor clave a la hora de decidir el destino de su inversión. Por lo tanto, contar con un buen sistema de gobierno corporativo, a la larga, debe generar tasas de interés inferiores y plazos de vencimiento más largos para los préstamos y los créditos.⁹ Conclusión: es probable que las empresas que implementan mejoras de gobierno corporativo puedan conseguir costos más bajos de financiamiento y deuda para sus operaciones, disminuyendo su costo de capital.

⁹ Se puede objetar que los bancos y otras instituciones de financiamiento crediticio o mediante endeudamiento, no exigen, necesariamente, que las empresas adhieran a estándares elevados de gobierno corporativo, con el mismo alcance requerido por aquellos que invierten en capital (particularmente los inversores institucionales activos). Esto se debe a que, generalmente, los bancos cuentan con mayor información sobre las empresas prestatarias, como consecuencia de sus relaciones individuales directas y en pie de igualdad. Además, los bancos poseen mecanismos adicionales para proteger sus derechos, como exigir la garantía de los préstamos. No obstante, muchos bancos son defensores activos de las mejoras de gobierno —mejoras que aprecian también en sus clientes.



Las mejoras de gobierno corporativo pueden tener un efecto positivo en el costo del capital

Clasificación crediticia: En 2004, en Rumania, FitchRatings aumentó la clasificación crediticia de la Banca Comerciala Romana de D a C/D. Standard & Poors superó la clasificación otorgada por su homóloga clasificando al banco rumano como una entidad de B+ a BB-. Ambas agencias señalaron las mejoras del gobierno corporativo y las medidas de gestión del riesgo implementadas por el banco como factores considerados al momento de mejorar su calificación.

Valoración: En Brasil, en mayo de 2006, Credit Suisse aumentó su valoración de las acciones de Brasil Telecom de “mantener” a “desempeño superior”, debido a las mejoras en las prácticas de gobierno corporativo implementadas por la empresa.

Tasas Libor y reducción del margen: PREVI, el principal fondo de pensiones de Brasil, comparó la calificación crediticia y los costos de una cartera de cinco empresas invertía que habían adoptado prácticas de buen gobierno, con un grupo de ocho empresas con gobierno deficiente. El primer grupo obtuvo una clasificación significativamente superior, con el logro de mejoras tras la adopción de buenas prácticas de gobierno. Esta comparación fue especialmente significativa debido a las fuertes restricciones del crédito en el sector industrial de las empresas examinadas.

- El grupo con buen gobierno corporativo ingresó al mercado de deuda externa de 2004 a 2006. Tras las mejoras de gobierno, el financiamiento que antes le costaba Libor + 3,875% se renegoció a Libor + 1%.
- Cuando emitió obligaciones, y tras las reformas mencionadas que implementara en 2005, el grupo de empresas con buen gobierno también se benefició de una reducción del 3,5% (2004) al 1% (2005) en el índice de certificado de depósito interbancario.

Esta sección destaca que la atracción de capital externo y la reducción de su costo es un factor de motivación fundamental para las mejoras del gobierno corporativo. Aunque esta motivación proviene principalmente de la empresa y sus responsables, otras pueden originarse fuera de la empresa.

2 Enfrentar y responder a las presiones externas del mercado

Las presiones externas pueden provenir de la competencia global, la escasez de materias primas o los costos fluctuantes de otros insumos de la empresa. Los inversores son otra fuente central que ejerce presión sobre la empresa. Ellos están muy interesados en reducir su riesgo mejorando el gobierno de las empresas en las que invierten. Los estudios demuestran que los marcos de gobierno corporativo con niveles deficientes y controles débiles, siguen enfrentando obstáculos para obtener inversión, ya que los inversores extranjeros tienen mayores dificultades para obtener información confiable en dichos países. Aunque el total de la inversión extranjera sea inferior en estos países, por diversas razones, como la diversificación de su cartera, puede que consideren invertir a pesar de las insuficiencias de gobierno corporativo, la reglamentación del mercado de valores y los controles. En estos casos, lo más probable es que los inversores opten por las empresas que se diferencien en su compromiso de mejorar su gobierno.¹⁰

¹⁰ LEUZ, C., LINS, K. V., & WARNOCK, F. E. (2008). Do foreigners invest less in poorly governed firms? ECGI Finance working paper n. 43/2004.



A veces, las demandas del mercado externo desencadenan o aceleran el ritmo de implementación de las mejoras del gobierno corporativo de una empresa.

Cumplimiento con las normas

Los nuevos requisitos legislativos o reglamentarios pueden suponer una importante oportunidad para que las empresas se replanteen sus procesos de gobierno e incrementen su valor. **CPFL Energía** aplicó este enfoque partiendo de los requerimientos para las empresas que cotizan en el Mercado de Valores de Nueva York y los requerimientos nacionales de cotización, como una estrategia eficiente para cumplir con las reglas del mercado.

La empresa creó una unidad de cumplimiento para garantizar la adhesión a las normas de los mercados de valores en que cotizaba (BM&FBOVESPA y NYSE¹¹). Asimismo, la unidad trabaja para garantizar que la empresa cumpla con todas las disposiciones de la Ley Sarbanes-Oxley. Los líderes de la empresa recuerdan que para cumplir con el Artículo 404 de la Ley Sarbanes-Oxley —sobre controles internos en la preparación de los estados contables— debieron alterar considerablemente los procesos de la empresa.

Expandiendo la base de capital

Apenas comenzaron a debatir sobre la mejor manera de acrecentar el capital de la empresa, como un factor clave en su proceso de reestructuración, los accionistas de **NET** se enfrentaron con diversos problemas. Si no se hubieran abordado adecuadamente, la situación podría haber resultado en un trato diferencial entre los titulares de acciones con derecho y sin derecho a voto.

Consciente de los posibles problemas, la empresa llevó el caso a la Asociación Brasileña de Inversores Minoritarios, la ANIMEC. Tras un debate intenso y abierto en el seno de la ANIMEC, la gerencia de NET compartió las recomendaciones de la Asociación con el directorio de la empresa.

Es interesante señalar que la empresa previó la posible presión externa y manejó la situación aclarando las inquietudes. El intercambio franco y pujante entre todas las partes —incluyendo a los accionistas minoritarios—, demostró que las medidas del buen gobierno corporativo pueden dar una respuesta a las preocupaciones de todos los interesados. El directorio identificó caminos para simplificar el proceso de reestructuración del capital y resolver los asuntos conflictivos.

3 Equilibrar los intereses (a veces) divergentes de los accionistas

A veces, ocurre que los accionistas poseen intereses diferentes respecto de la dirección general que debe seguir la empresa. Este tipo de situación podría ser perjudicial para la empresa, pero puede convertirse en el punto de partida para implementar estructuras, políticas y procesos de gobierno específicos, con el fin de asegurar a los accionistas que sus intereses serán protegidos.

Cómo lograr el acuerdo entre accionistas

Analicemos el caso de **CPFL Energía**. La compleja estructura de propiedad de esta empresa incluía a ocho accionistas mayoritarios —tres eran grandes grupos industriales y los otros cinco eran fondos de pensiones. Está claro que equilibrar sus relaciones, representaba todo un desafío para la empresa.

¹¹ New York Stock Exchange

Los accionistas mayoritarios interactuaron a través de tres vehículos:

- Los grupos Bradesco,¹² Votorantim¹³ y Camargo Corrêa a través de VBC Energia
- El Fondo de Pensiones de los Empleados del Banco do Brasil (Previ) a través de una empresa denominada 521 Participações
- Los cuatro fondos de pensiones de empresas estatales (Fundação Cesp, Petros, Sistel y Sabesp) a través de una empresa llamada Bonaire Participações

La diversidad de los accionistas mayoritarios exigía una estructuración de los procesos de toma de decisiones que evitara posibles conflictos entre los accionistas, susceptibles de obstaculizar el desarrollo de la empresa. Para lograrlo, en marzo de 2002, los accionistas firmaron un acuerdo que definía los procedimientos y las reglas de toma de decisiones aplicables a todos los accionistas en el grupo controlador. En diciembre de 2007, se modificó el acuerdo de accionistas incorporando las mejoras de gobierno corporativo implementadas por la empresa y adaptando sus mecanismos al contexto actual.

La presión de los accionistas para aumentar la liquidez eleva la necesidad de mejorar el gobierno corporativo

Desde el 5 de noviembre de 1997, con la privatización de CPFL Paulista, hasta finales de 2004, los accionistas mayoritarios —incluyendo a los fondos de pensiones con el 55% del capital— realizaron enormes inversiones en la composición de **CPFL Energia**, mediante la adquisición de CPFL Paulista, CPFL Piratininga y Rio Grande Energia. Además, realizaron inversiones adicionales en la generación de energía.

Dada la índole de estos accionistas, la liquidez revestía una importancia primordial, y se consideraba un valor agregado para el mercado de capital y un posible factor de generación de valor a largo plazo. Para lograr liquidez, la empresa adoptó medidas para mejorar su gobierno corporativo, ajustando sus prácticas a las normas de Novo Mercado de BM&FBOVESPA. La empresa también trabajó para cumplir con los requisitos de la Bolsa de Valores de Nueva York mediante la emisión de ADS¹⁴ de Nivel III. Estas mejoras de gestión incluían medidas destinadas explícitamente a responder a los intereses de los diferentes accionistas:

- La migración de los accionistas minoritarios de las filiales CPFL Paulista, CPFL Piratininga, CPFL Geração y RGE a CPFL Energia tras un arreglo de intercambio de acciones por un valor de R\$ 560 millones que involucró a unos 57.000 accionistas
- La armonización de los estatutos de CPFL Energia con los de las filiales: CPFL Paulista, CPFL Piratininga, CPFL Geração, Rio Grande Energia y CPFL Santa Cruz

Para equilibrar los intereses a veces divergentes de los accionistas, también habría que considerar otros aspectos:

- › **Implementar prácticas que eviten el favoritismo:** Uno de los factores de motivación para armonizar los intereses de los accionistas minoritarios, se convirtió también en una de las razones por las que CCR adoptó ciertas medidas de gobierno corporativo —como el diseño de una estructura de participación en la que los accionistas mayoritarios eran competidores tradicionales del negocio de la construcción. Al introducir un accionista adicional que no pro-

¹² En diciembre de 2006, Bradesco dejó el grupo mayoritario. Sigue siendo accionista pero, actualmente, sus acciones están libremente disponibles para la venta en el mercado (*free-float*).

¹³ En febrero de 2008, Votorantim dejó el grupo de accionistas mayoritarios.

¹⁴ ADS (Acciones Depositarias Estadounidenses, por sus siglas en inglés): son las acciones individuales de una sociedad extranjera representadas por Certificados estadounidenses de depósitos en custodia creados para que puedan negociarse en las bolsas estadounidenses.



cedía del sector de la construcción —sino sólo de la operación de carreteras de peaje— y al adoptar otras medidas —garantizar un cierto porcentaje de acciones libremente disponibles para la venta en el mercado y crear un mecanismo explícito para evaluar los contratos entre partes vinculadas—, CCR pudo demostrar que contaba con una estructura que garantizaría el equilibrio entre los intereses de todos los accionistas, sin privilegiar únicamente a sus accionistas mayoritarios del sector de la construcción.

- › **Equilibrar los intereses de los mayoritarios con los minoritarios:** Al abordar la relación entre accionistas mayoritarios y minoritarios, también es necesario equilibrar sus derechos. Los accionistas minoritarios podrían temer que los mayoritarios abusen de su posición de control, en detrimento del grupo minoritario. Esto también puede perjudicar a los accionistas mayoritarios, posiblemente interesados en captar nuevos inversores.
- › **Atraer una gama más amplia de inversores:** Muchas empresas desean mejorar su gobierno corporativo para dar mayor atractivo a sus valores accionarios, que tendrán mejor llegada a más inversores. El objetivo de estas mejoras será crear confianza para los accionistas minoritarios —actuales y en potencia— asegurándoles que sus derechos serán debidamente respetados y protegidos. Cuanto más activamente se intercambian acciones de la empresa. Este sistema permite la salida de los accionistas que no están de acuerdo con la estrategia de los accionistas mayoritarios y el directorio, o que están disconformes con el desempeño de la gerencia. En un mercado con liquidez, esta opción también aumenta la posibilidad de que los inversores obtengan el valor total de su participación en la empresa. Para adherir a la necesidad de aumentar la liquidez, los accionistas mayoritarios, cuyo control y participación en la empresa se verán reducidos, deben comprender que renunciar a algunas acciones puede permitirles atraer nuevos inversores, una estrategia susceptible de incrementar el valor de su empresa y sus acciones.

El Grupo Suzano busca aumentar el precio de sus acciones

El principal objetivo a corto plazo de la estrategia de mercados de capital adoptada por el **Grupo Suzano**,¹⁵ lograr una rápida apreciación de sus acciones. Su directorio y su gerencia necesitaban demostrar resultados positivos a corto y mediano plazo para garantizar una ganancia rápida: que el valor y los beneficios del movimiento a favor de los mercados de capitales serían rápidamente reconocidos por los accionistas principales.

¿Por qué era necesario esto?

Porque la implementación de mejores prácticas de gobierno corporativo como requisito previo para la estrategia de mercados de capitales, suponía que los accionistas mayoritarios concedieran inmediatamente a los minoritarios ciertos derechos económicos y de control. Los accionistas mayoritarios tuvieron que entender que esto generaría una posible apreciación de las acciones. El precio de las acciones subiría con rapidez gracias a la reducción del riesgo asociado con la baja liquidez de la empresa en el mercado de valores —riesgo que disminuiría al aumentar la oferta de capital accionarial en el mercado.

¿Cómo logró esto la empresa?

La empresa emprendió las mejoras de gobierno corporativo dictadas por los segmentos especiales de cotización, Niveles 1 y 2, del BM&FBOVESPA. La suba adecuada del precio de las acciones, combinada con una mayor liquidez, ofrece una salida simple, justa y atractiva para

¹⁵ Originalmente, el grupo estaba compuesto por Suzano Papel e Celulose y Suzano Petroquímica, ésta última fue vendida a Petrobrás en 2007. Actualmente, es la empresa integrada verticalmente más grande de Latinoamérica, en lo que hace a la producción de pulpa de papel y eucalipto.

los accionistas minoritarios, incluyendo al grupo de control y a las generaciones futuras que deseen embarcarse en otros negocios o satisfacer otros intereses personales, sin perjudicar las actividades de la empresa.

4 Resolver problemas de gobierno en empresas familiares

“Para Suzano, . . . (el gobierno corporativo) garantiza la continuidad de lo que sembraran sus fundadores. Es la evolución de un sueño. Naturalmente, podemos sufrir algunos traspiés en el camino, pero las prácticas de buen gobierno favorecen la continuidad de las empresas de Suzano y las vuelven más resistentes a la corriente arrasadora de la globalización.”¹⁶

—David Feffer, Suzano, Presidente del Directorio



Las empresas familiares o que son propiedad de sus fundadores, enfrentan problemas singulares de gobierno corporativo. El Capítulo 5 hace un análisis detallado de estos problemas y desafíos. Sin embargo, es importante que comencemos a abordarlos desde aquí, ya que son una fuente de motivación que impulsa las mejoras de gobierno de una manera diferente a lo que ocurre en otras empresas que cotizan en bolsa.

En una empresa familiar, hay muchas cosas que pueden salir mal. Con el tiempo, y a medida que empresa y familia crecen, la familia —antes considerada como la fuente que garantizaría el éxito de la empresa— puede convertirse en el detonante del desastre. Sin un manejo adecuado, hay varias dificultades que podrían provocar la pérdida de valor de una empresa familiar:

- › Sucesión administrativa y participación
- › Políticas familiares de empleo
- › Relación entre los familiares asalariados y los que perciben dividendos
- › Procesos intrafamiliares para la toma de decisiones
- › Incentivos para contratar y retener gerentes competentes y profesionales que no pertenecen a la familia

Abordar estos desafíos para garantizar la supervivencia y el crecimiento de la empresa, constituye otro factor de motivación para mejorar el gobierno corporativo.

¹⁶ IBGC, Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (2005). Uma década de governança corporativa—história do IBGC, marcos e lições da experiência. São Paulo: Saraiva



“Durante el proceso de sucesión del liderazgo familiar, Ultrapar tuvo la posibilidad de transformarse en una verdadera empresa. Ultrapar quiso liderar los mercados de capital brasileños. El camino elegido para lograrlo fue la profesionalización de su gerencia y la herramienta para materializar su objetivo fue la mejora del gobierno corporativo. Hubo varios hitos en el proceso: 1997, profesionalización del directorio; 1999, OPA; 2000, derechos de acompañamiento para todos los accionistas; 2002, incorporación de Oxiteno y Gipóia. El proceso de profesionalización, mediante la implementación de prácticas sólidas de gobierno corporativo, culminó con mi sucesión como director ejecutivo por profesionales del grupo. En 2007, Ultrapar adquirió Ipiranga utilizando acciones de Ultrapar como forma de pago — una estrategia exitosa basada en las mejores prácticas de gobierno corporativo.”



—**Paulo Cunha**, Ultrapar, Ex Director Ejecutivo y actual Presidente del Directorio

Buenaventura se transforma

Además de acceder al capital necesario para expandir sus operaciones, el plan de mejorar sus políticas y prácticas de gobierno, buscaba transformar la empresa familiar en una con gestión profesional. Esto alinearía los objetivos de **Buenaventura** con los objetivos a largo plazo de sus accionistas y, finalmente, maximizaría su valor para todos los accionistas. Además, estructuras adecuadas de gobierno ayudarían a evitar posibles desacuerdos entre familiares que podrían perjudicar a la empresa.

Cambio generacional en Ferreyros

Las luchas de poder entre las segundas y las terceras generaciones son algo habitual. Afortunadamente, éste no fue el caso de **Ferreyros** —una empresa peruana dedicada a importar, vender y alquilar maquinaria y equipo para diversos sectores económicos y a prestar servicios de asistencia técnica—, ya que sus herederos tenían otros intereses profesionales y personales.

La estructura de propiedad y control de Ferreyros ha evolucionado desde su fundación en 1922. Con el tiempo, factores de índole familiar, provocaron cambios en el número de accionistas y en la composición de su participación. La primera generación de socios fundadores legó

su participación a una segunda generación, pero esta incluía algunos familiares quienes ya no compartían el interés de sus antecesores en el negocio.

Así, hace más de 30 años, los dueños de Ferreyros entregaron las riendas de la gestión a gerentes profesionales y decidieron diversificar su cartera de accionistas. La iniciativa exigía que los cambios en el gobierno corporativo garantizaran la protección de los intereses familiares y comprometieran a los gerentes, ajenos a la familia, a trabajar activamente en favor de los intereses de la empresa. Estos cambios de gobierno también apuntaban a cumplir el objetivo estratégico de la empresa de cotizar sus acciones en la Bolsa de Valores de Lima.

Después de registrar sus acciones en la bolsa de valores de Lima en 1971, la empresa determinó que los mercados de valores se convertirían en una fuente clave de financiamiento. Hoy, Ferreyros es una empresa reconocida en el mercado de capitales peruano.

Suzano y el plan de sucesión

León Feffer, fundador de **Suzano**, y su hijo Max, fallecieron en un intervalo de dos años, marcando la urgencia de implementar mejoras en el gobierno corporativo de la empresa. Aunque David Feffer, nieto del fundador, estaba preparado para desempeñar su nuevo papel de liderazgo, estaba claro que la dinámica familiar se volvería más compleja en el futuro. Las mejoras de gobierno corporativo para abordar estos problemas, hicieron que la empresa depositara cada vez más confianza en gerentes externos a la familia. La empresa siguió mejorando su modelo de gobierno, concentrándose en respetar su cultura y dinámica internas, mientras obtenía beneficios a corto plazo. Un hito importante: una iniciativa de planificación estratégica adoptada en 2004, con planes de acción que llevarían a mejoras continuas en el gobierno corporativo.

Retos únicos para la empresa familiar

Pery Igel, hijo del fundador de **Ultrapar**, comprendía la singularidad de los desafíos que enfrenta la empresa familiar. Por eso, en 1984, adoptó una medida sin precedentes en el mercado nacional: organizó una emisión reducida de acciones para los gerentes de la empresa, como parte de un contrato de trabajo a 20 años. Así, logró alinear los intereses de los gerentes con los de la familia —los accionistas mayoritarios— y con los de los demás accionistas. La estrategia le garantizaba que los gerentes se abocaran a fortalecer la empresa, ya que, como copropietarios a largo plazo, tendrían un interés financiero en el bienestar de la empresa.

Fue la primera de una serie de iniciativas de gobierno adoptadas por Igel, cuando ni siquiera se usaba aún la expresión “gobierno corporativo”. ¿Por qué tomó medidas tan drásticas? De-seaba asegurar el futuro de la empresa, más allá de las incertidumbres familiares y la posible divergencia de intereses.

5 Garantizar la sostenibilidad de la empresa

La mayoría de las empresas se forman sin conocer el límite de duración de sus operaciones. Es probable que los fundadores de muchas, si no todas, las empresas que son propiedad de sus fundadores, esperen que éstas los sobrevivan. El deseo de asegurar la supervivencia a largo plazo de la empresa, es un factor de motivación para mejorar su gobierno. Al implementar prácticas sólidas de gobierno corporativo se puede contribuir al éxito y la sostenibilidad a largo plazo de la empresa.



Perpetuando el negocio y la estrategia comercial

Cómo financiar el negocio no era una preocupación para **Natura**, la empresa brasileña líder en cosmética, higiene personal y perfumería. La operación de la empresa generaba una importante cantidad de dinero. Además, la estrategia comercial de los accionistas mayoritarios, generó confianza en el mercado y creó un entorno propicio para las actividades empresariales.

“¿Por qué hacerlo (cotizar en bolsa)? . . . Se trata de una visión de futuro, pensar en cómo perpetuar la empresa. Teníamos un sueño, empezamos en el patio de casa. Es una empresa que creció basándose en valores y con un rol social que trasciende los intereses de sus fundadores. Resultó ser un instrumento para el desarrollo social y económico y su salida a bolsa se relaciona con esto, con un proceso para lograr la perpetuidad de esta cultura y estos valores. Queremos que los nuevos socios se conviertan en nuestros aliados para preservar esta cultura de compromiso con el desarrollo económico, pero también con un desarrollo social y ambientalmente responsable.”¹⁷



— **Guilherme Peirão Leal**, Natura,
Copresidente del Directorio

La razón que llevó a la empresa a iniciarse en la mejora de su gobierno corporativo es algo diferente: el deseo de asegurar la continuidad de un modo particular de hacer negocios basado en ciertos valores y creencias. No había prisa: con los años, los tres accionistas, denominados “comandantes en jefe”, implementaron prácticas de gobierno habituales entre las empresas que cotizan en bolsa, aunque no fuera el caso de Natura. En 2003, antes de salir finalmente a bolsa, la empresa recibió un premio al Mejor Informe Anual. El avance hacia la mejora del gobierno era firme y coherente.

Natura buscaba la perpetuidad del negocio, pero también la de su enfoque comercial. Este último punto es fundamental, porque la empresa cree que la responsabilidad corporativa social y ambiental, es tan importante para su desempeño como sus resultados financieros.

¹⁷ BOVESPA (2004), Como e porque tornar-se uma companhia aberta (Traducción no oficial: cómo y por qué convertirse en una empresa que cotiza en bolsa).

Con esta orientación de triple objetivo, Natura se dispuso a mejorar su gobierno corporativo, con la intención de institucionalizar y perpetuar su modelo comercial y su cultura empresarial. Además, los tres accionistas mayoritarios deseaban diversificar sus carteras personales de inversión. La decisión estaba tomada: los accionistas de Natura salieron a la bolsa.

Para los dueños de Natura, esta era la forma de atraer nuevos socios capaces de ayudarlos a supervisar la administración de la empresa —parte de un proceso de separación entre propiedad y gestión. Además, al cotizar en bolsa, Natura estaría mejor posicionada para futuros proyectos de expansión, ya que podría captar fondos a menor costo en el mercado, en lugar de pagar las tasas comerciales de préstamo. También hubo ventajas administrativas: los propietarios de la empresa sabían que una empresa que cotiza en bolsa puede atraer y retener mejor el talento de altos ejecutivos.

Sostenibilidad mediante privatización

Embraer de Brasil, uno de los mayores fabricantes de aviones del mundo, se fundó en 1969 como empresa estatal pero, en 1994, fue privatizada. Tras la privatización, la empresa recuperó su solidez financiera y pudo emprender un nuevo proceso de expansión. El desarrollo de nuevos productos en Embraer y su crecimiento futuro, dependían de su flexibilidad para acceder a los mercados de capitales. Esto sucedió en 2000, cuando la empresa accedió a los mercados de capitales internacionales, mediante una OPA de certificados estadounidenses de depósitos en custodia (ADR) en el Mercado de Valores de Nueva York, para financiar el desarrollo de una nueva familia de jets comerciales.

En aquel entonces, antes de 2006, la legislación corporativa brasileña restringía la distribución de acciones ordinarias y preferidas en la composición del capital. Las características de la estructura de Embraer limitaban aún más su acceso a los mercados de capitales, además de restringir la liquidez de sus acciones, ya que le impedía adoptar niveles superiores de gobierno corporativo.

La empresa reconoció que debía actuar. El 31 de marzo de 2006, la mayoría de los accionistas de Embraer —incluyendo titulares de acciones ordinarias y preferidas y de certificados ADR— aprobaron una propuesta de reestructuración. El plan simplificaba la composición del capital de la empresa unificando todos los tipos de tenencias: solo habría acciones ordinarias. Esta iniciativa constituyó un aporte a la mejora del gobierno corporativo y a la transparencia.

El objetivo primordial de la reestructuración era crear una base para la sostenibilidad, el crecimiento y la continuidad de las operaciones de Embraer. En la práctica, la reestructuración dividió los bloques accionistas mayoritarios. Así, Embraer se convirtió en la mayor empresa cotizante de Brasil con una dispersión total de la propiedad.

Conclusión: al no contar con un bloque mayoritario permanente, los accionistas de Embraer deben reunirse, debatir y consensuar sus intereses al tomar decisiones en cada asamblea general de accionistas, lo que ha contribuido a aumentar la transparencia.

Institucionalización de la empresa

Para **Homex**, el principal factor de motivación para adoptar buenas prácticas de gobierno, fue garantizar la sostenibilidad de la empresa. Con vistas al futuro, la gerencia propuso el diseño de varias estrategias centradas en el crecimiento a largo plazo y constante de la empresa —un objetivo que el directorio acordó perseguir. Los responsables de Homex bautizaron la estrategia como “la institucionalización de la empresa”. Algunas de las medidas adoptadas fueron la creación de una sólida infraestructura de gobierno y procesos para la toma de decisiones que



reflejaran la consciencia de que el desarrollo de la empresa depende de su sistema de gobierno y no de personas específicas, por lo que deberían tender a generar condiciones que garanticen su perpetuidad para las generaciones futuras.

5.1 Atraer y retener gerentes para garantizar la implementación de estrategias

“Quienes cargan con responsabilidades gerenciales en cualquier tipo de empresa, deben garantizar la continuidad de las operaciones corporativas y comprender sus obligaciones sociales. Deben saber que una empresa es mucho más que la simple propiedad de una o más personas; forma parte de la sociedad, generando puestos de trabajo y convirtiéndose en el escenario donde muchos buscarán su desarrollo profesional.”



—Roque Benavides, Buenaventura, Director Ejecutivo

Los recursos financieros fluyen hacia las entidades que cuentan con un equipo sólido y destacado, reunido en torno a una visión y misión común, capaz de implementar un plan estratégico. En una empresa familiar, quien mueve los engranajes suele ser un equipo de gestión compuesto por profesionales ajenos a la familia o que combina familiares competentes en la gerencia con personas externas. Es importante que la selección de la alta gerencia sea objetiva para garantizar que la empresa contrate a los más capaces para dirigir el negocio, sin tener en cuenta su relación con la familia.

Hay cada vez más profesionales talentosos que buscan oportunidades adicionales de marcar la diferencia, y un sistema de gobierno incoherente puede obstaculizar su objetivo. Estas son algunas de las dificultades habituales que impiden a los gerentes concentrarse en sus responsabilidades directas:

- › Incertidumbre en los criterios de ascenso de gerentes
- › Ausencia de un sistema de remuneración basado en el desempeño
- › Sistemas de remuneración poco claros
- › Irregularidad y falta de transparencia en la toma de decisiones, un factor que repercute en temas de recursos humanos y en la responsabilidad de dirigir los asuntos de la empresa

Atrayendo y reteniendo los mejores talentos comprometidos con el sistema de valores de la empresa

Los líderes de **Natura** creen que el éxito de su gobierno corporativo se basa en el compromiso y la participación de todos los empleados, a todos los niveles, y un entendimiento común de la estrategia corporativa. Para lograr que sus empleados más talentosos adhirieran a sus principios y creencias, y con el objetivo último de mejorar las operaciones de la empresa, Natura emprendió una serie de medidas relacionadas con el gobierno corporativo:

- Pagar salarios competitivos y ofrecer beneficios
- Ascenso de empleados motivados, esenciales para el éxito de la empresa
- Realizar encuestas anuales para evaluar la satisfacción de los empleados, a través de una empresa independiente —medida implementada desde 1995

Creando valor para la empresa

A principios de los '80, cuando se introdujo el concepto de armonización de intereses, **Ultrapar** se centró más en la profesionalización de su equipo de gestión. Los líderes de la empresa buscaban crear valor reteniendo a ciertos miembros clave de la gerencia del Grupo y garantizando el éxito mediante la sucesión. Una de las medidas más importantes fue la introducción de paquetes de remuneración para ejecutivos —incluyendo pagos en acciones. Pery Igel fue el precursor de este concepto y su legado ha sido significativo: conceder acciones a la gerencia y alinear los intereses de los ejecutivos con los de los accionistas originales, ha contribuido al desarrollo de una buena relación entre los herederos de Igel —los accionistas mayoritarios de la familia— y los altos ejecutivos de la empresa.

“El sueño de Pery Igel era convertirla en una verdadera empresa, y logró hacerlo realidad mediante la implementación de prácticas excepcionales de gobierno corporativo.”

—**Pedro Wongtschowski**, Ultrapar, Director Ejecutivo





6 Lograr mejores resultados operativos

“El gobierno corporativo se ha desarrollado y formado en el contexto de empresas modernas, con una participación muy transparente de los accionistas minoritarios. Todo esto ha resultado en el aumento de su agilidad, su nivel de eficiencia y su modernidad, lo que ha sido indudablemente muy beneficioso para la empresa.”¹⁸



—**Eduardo Borges Andrade**, CCR, Accionista,
Director y Presidente del Comité de Gobierno Corporativo

Una gestión eficiente depende de la responsabilidad de quienes toman decisiones y de los empleados, y de la comunicación puntual de información relevante a quienes la necesitan para desempeñar sus funciones. El deseo de lograr mejores resultados operativos y aumentar la productividad es otra fuerte motivación para que las empresas mejoren sus prácticas de gobierno corporativo.

Probablemente, gerentes, directores y accionistas podrán tomar decisiones más informadas, rápidas y mejores, cuando la estructura de gobierno de la empresa les permita una comprensión cabal de sus respectivos roles y responsabilidades, y los procesos de comunicación se regulen de manera eficiente y eficaz. A su vez, esto debería mejorar significativamente la eficiencia de las operaciones comerciales y financieras de la empresa en todos los niveles. El gobierno corporativo de alta calidad optimiza todos los procesos comerciales, lo que lleva a un mejor desempeño operativo y a una reducción del gasto de capital¹⁹ que, a su vez, puede contribuir al crecimiento de las ventas y los beneficios.

Numerosos estudios académicos empíricos han demostrado que el buen gobierno corporativo conlleva muchos avances que contribuyen a mejorar el desempeño general de las empresas.²⁰

¹⁸ BOVESPA (2004), Como e porque tornar—se uma companhia aberta (traducción no oficial: cómo y por qué cotizar en bolsa).

¹⁹ GOMPERS, P. A., ISHII, J. L., & METRICK, A. (2003). Corporate governance and equity prices. Publicación Trimestral de Economía, 118, n. 1, págs. 107–155.

²⁰ Entre dichos estudios, encontramos:

- En 2001, Credit Lyonnais Securities Asia (CLSA) realizó un estudio sobre las 100 empresas más grandes que operaban en países con mercados emergentes. El estudio demostró que las empresas con un mejor gobierno corporativo, en cada uno de estos países, poseían una calificación de su valor económico agregado (EVA, por sus siglas en inglés) ocho puntos porcentuales por encima de las empresas promedio del país.
- Un equipo de Harvard/Wharton descubrió que las ventas de las empresas instaladas en EE. UU. que cuentan con un buen gobierno corporativo, aumentan más rápidamente y que estas empresas son más rentables que sus homólogas.
- Un estudio de ABM AMRO (mencionado anteriormente) demostró que la rentabilidad financiera (ROE, por sus siglas en inglés) de las empresas con prácticas de gobierno corporativo superiores al promedio, era un 45% superior y su margen neto un 76% superior que en aquellas cuyas prácticas de gobierno no superaban el promedio.
- Un estudio de las 500 empresas del índice de S&P realizado por el Deutsche Bank, demostró que al comparar las empresas con un gobierno corporativo sólido, o sujeto a procesos de mejora, con las de gobierno deficiente o en deterioro, las primeras mostraban un desempeño 19% superior en un período de 2 años. Ver GRANDMONT, R., GRANT, G., & SILVA, F. (2004). Beyond the numbers —corporate governance: implications for investors. Deutsche Bank.

Al contar con un proceso estructurado, con una descripción clara de los derechos, las responsabilidades y las estructuras de toma de decisiones, las empresas están mejor preparadas para evitar conflictos de intereses y adoptar decisiones más informadas.

Un mejor gobierno corporativo como factor diferenciador de la competencia

Para **Atlas Eléctrica, S.A.**, la sociedad controlante de un fabricante de electrodomésticos de Costa Rica, las mejoras de gobierno corporativo estuvieron motivadas, en parte, por su deseo de diferenciar la empresa de otras del sector que operan en Costa Rica, especialmente de sus competidores internacionales.

Atlas, fundada en una humilde cabaña en 1961, creció hasta convertirse en la primera empresa en emitir acciones en el mercado de valores de Costa Rica en 1976. Los propietarios y los gerentes de la empresa consideraron que el gobierno corporativo era una manera de atraer más inversores, dado el tamaño relativamente pequeño del mercado de capital costarricense. Los propietarios de la empresa también comprendieron que un gobierno mejorado podría servirles para vencer a la competencia extranjera en lo relativo a los proveedores locales. Un mejor gobierno corporativo daría mayor tranquilidad a los proveedores en su relación con Atlas.

Cómo actuar con rapidez y acelerar la toma de decisiones

Como combinación de varias empresas, **CPFL Energía** posee una estructura compleja. Por esta razón, era esencial establecer flujos de información eficaces y lógicos, que respaldaran la eficiencia de la toma de decisiones y la resolución de problemas. Como proveedora de electricidad, un producto esencial para la vida de las empresas y las personas, CPFL Energía debe considerar el riesgo de accidentes relacionados con sus actividades.

Los líderes de la empresa comprendieron que un buen gobierno corporativo, con controles internos eficaces, beneficiaría sus operaciones. Para maximizar la eficiencia económica y el rendimiento del capital invertido, había que estructurar el proceso de toma de decisiones al nivel de la alta gerencia y del directorio, haciéndolo más rápido y eficaz, sin que por ello se pusieran en riesgo los procedimientos de seguridad. Para alcanzar este objetivo, se crearon siete comités —que luego se reducirían a tres— para asistir al directorio de la empresa, facilitando y dando coherencia a sus decisiones. Los comités examinan en detalle distintos asuntos llevados ante el directorio:

- Fijar el nivel de remuneración de los ejecutivos
- Evaluar el desempeño general de los ejecutivos
- Evaluar la clasificación de riesgo y los controles internos de la empresa y sus filiales
- Revisar la calidad de la información sobre la que se basan las decisiones del directorio
- Examinar las transacciones en las que participan partes vinculadas a los accionistas mayoritarios garantizando condiciones usuales de mercado

El proceso de creación de comités, plasmado en el acuerdo de accionistas de la empresa, ha creado un marco coherente para las decisiones y garantiza que todos los aspectos importantes de los temas estratégicos sean debidamente abordados.

La responsabilidad es clave. La mejora de los resultados operativos y una mayor claridad al dar cuenta de las operaciones de la empresa, son factores igualmente importantes para mejorar la reputación. La reputación y la imagen de una empresa son parte integral, si bien intangible, de sus activos. Las empresas que respetan los derechos de accionistas y acreedores, y que garantizan transparencia y responsabilidad financiera, serán vistas como defensoras de los intereses del inversor. Como consecuencia, es probable que dichas empresas sean tenidas por buenos ciudadanos corporativos y que, por ende, gocen de mayor confianza y “fondo de comercio”.



Esta confianza pública y fondo de comercio pueden incrementar la confianza general en la empresa. Una imagen de marca positiva o el fondo de comercio contribuyen significativamente a la valoración de una empresa. En términos contables, el “fondo de comercio” es la diferencia entre el precio de compra de la empresa y el justo valor de los activos adquiridos. Es la prima que paga una empresa por comprar otra.

El camino hacia un buen gobierno corporativo es único para cada entidad. La estructura de la propiedad, los aspectos culturales, el perfil de los gerentes, el contexto de riesgos y urgencias, son algunos de los aspectos que determinan la ruta elegida por cada empresa para la mejora de su gobierno.

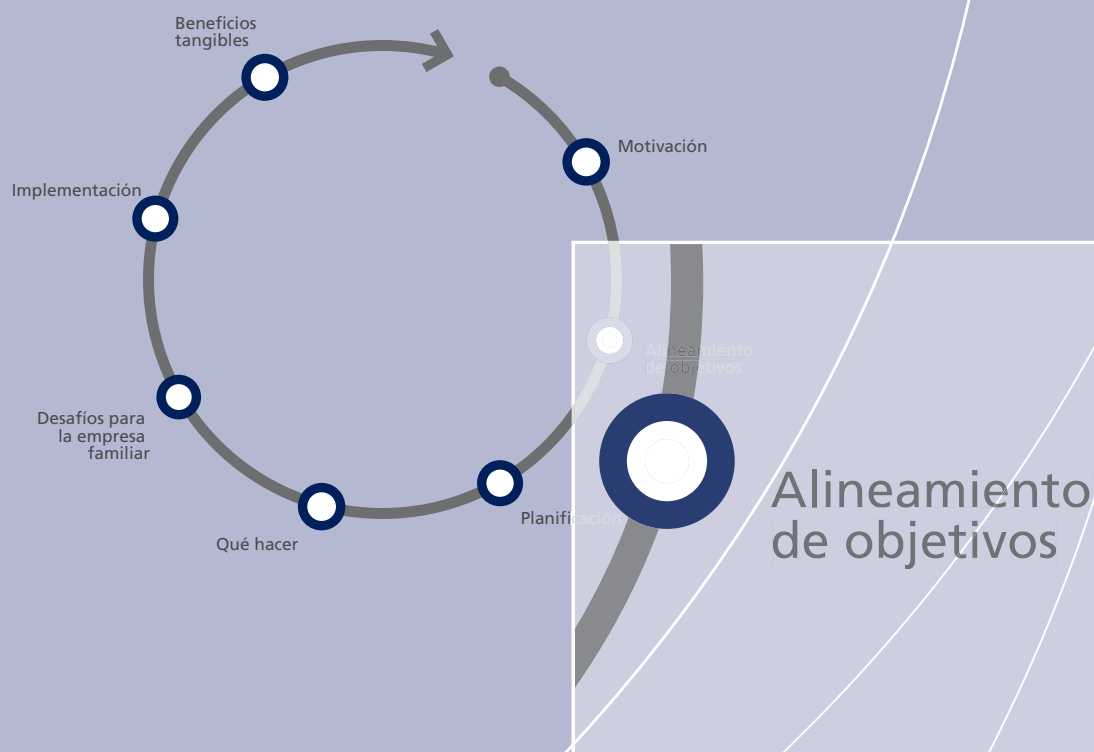
Para seguir pensando y debatiendo

En este capítulo se han identificado los por qué y los modos: las diversas categorías de motivación que dirigen la búsqueda de mejoras en el gobierno corporativo. Ha llegado el momento de considerar la situación de su empresa en particular:

- ¿Cuáles son los principales factores de motivación para mejorar las prácticas de gobierno corporativo de su empresa?
- ¿Qué ejemplos del Círculo de Empresas se acercan más a su situación?
- ¿A qué desafíos y obstáculos clave se enfrenta su empresa para mejorar su gobierno corporativo?

2

ALINEAMIENTO DE OBJETIVOS: MODIFICANDO ACTITUDES Y GENERANDO COMPROMISO







Capítulo 2

Alineamiento de objetivos: Modificando actitudes y generando compromiso

MENSAJES CLAVE

Consensúe una estrategia común. Después de que los líderes de la empresa identifiquen una visión compartida sobre las mejoras del marco y las prácticas de gobierno, adopte medidas para lograr el consenso de todos los interesados respecto de su estrategia de gobierno corporativo.

Identifique puntos de resistencia y comunique claramente objetivos, estrategias y resultados previstos. Los cambios de gobierno corporativo pueden afectar a todas las partes vinculadas con la empresa —en todos los niveles. Asegúrese de identificar la posible resistencia a los cambios y comunique claramente los objetivos, las acciones específicas y los resultados esperados, para que todos asuman su responsabilidad.

Haga uso de los “promotores” internos. Los promotores del gobierno corporativo pueden desempeñar un rol importante al abordar preocupaciones existentes y potenciales, cambiar las actitudes y generar compromiso con la mejora de las políticas y las prácticas de gobierno.

A veces, al decidir mejorar sus políticas y prácticas de gobierno, las empresas cuentan con una motivación definida. Sin embargo, la mayoría tiene dificultades para alinear la visión y los intereses de todas las partes involucradas y para lograr los cambios de actitud que permitirán cumplir los objetivos fijados.

Este capítulo explica cómo los líderes de las empresas pueden generar cambios de actitud dentro de sus organizaciones, creando el impulso para ir en busca de una nueva estrategia de negocios y guiar a sus empresas hacia mejores prácticas de gobierno. Aquí presentamos a los actores principales de este proceso de transformación: los “promotores,” que perseveran e inspiran a los demás, garantizando que todos trabajen por un objetivo común.

Por supuesto, cambiar actitudes y extirpar creencias y prácticas arraigadas para lograr el éxito de la empresa, requiere mucho más que un plan innovador. También es necesario fomentar la voluntad de las personas. El buen gobierno corporativo es un proceso doble, que implica definir un contexto e implementar mejores medidas. Exige un cambio de actitud que debe incorporarse a la estrategia general de la empresa.

Los miembros del Círculo de Empresas señalan que, al principio, asumieron riesgos, ya que adoptaron cambios de gobierno corporativo sin tener garantías de recompensa o de estar apostando a una estrategia ganadora. En este capítulo, los miembros explican cómo lograron cambios en las actitudes y las creencias, y describen cómo se vieron recompensados por sus esfuerzos, logrando una ventaja competitiva respecto de otras empresas.

1 Acuerdo sobre visión común. Alinear intereses

Dicho de manera sencilla: uno de los principales desafíos, al iniciar un proceso de mejora del gobierno corporativo, es alinear los intereses de todos los participantes que desempeñan un rol clave en el gobierno de la empresa.

No todos comprenden la necesidad del cambio de la misma forma. Algunos dudan de la utilidad de la transformación propuesta. Pueden existir opiniones diversas sobre cuál es la mejor forma de implementar los cambios. Otros pueden ofrecer resistencia por razones personales.

Por consiguiente, quienes lideran la iniciativa dentro de la organización, tendrán que invertir mucho tiempo en crear una visión común que responda las siguientes preguntas:

- › ¿Qué cambios se implementarán?
- › ¿Cómo se implementarán los cambios?
- › ¿Cuándo se implementarán?
- › ¿Qué beneficios aportarán a la empresa?
- › ¿Qué riesgos pueden impedir que los resultados previstos se obtengan en los tiempos esperados?

Esto se aplica a todas las empresas, desde las empresas familiares, relativamente pequeñas, hasta las grandes organizaciones con complejas estructuras de propiedad.

El alineamiento requiere que todos los participantes clave (propietarios, directores, gerentes y demás interesados) estén unidos desde el principio, para poder desarrollar un interés y un propósito comunes. Estas partes suelen tener intereses esencialmente diferentes, lo que dificulta aún más consensuar la estrategia para mejorar el gobierno corporativo.

¿Cómo pueden asegurarse los accionistas de que los gerentes dirigirán las operaciones de la empresa en beneficio de los propietarios y no en el suyo propio?

1.1 Superando los conflictos de agencia: Aunando los intereses de gerentes y propietarios

Esta pregunta da lugar a un debate teórico fundamental de gobierno corporativo. En la práctica, también es un tema importante para los emprendedores: los gerentes reciben un sueldo por dirigir el negocio en favor de los dueños, pero pueden tomar decisiones basadas en intereses personales distintos. Propietarios y gerentes se relacionan como “representados” y “representantes o agentes”, respectivamente. La teoría económica describe sus diferencias como el conflicto representado-agente o el conflicto de agencia.²¹

Evocar el modelo de la agencia, puede ser útil para comprender la divergencia de intereses entre dueños y gerentes, en mercados de capitales donde la propiedad está dispersa y las empresas suelen ser dirigidas por gerentes externos contratados para ocupar dichos puestos. Esta perspectiva también es relevante para las empresas latinoamericanas, que tienden a concentrar la propiedad. El punto de vista de la agencia permite entender la relación entre accionistas mayoritarios y minoritarios.

²¹ Para mayor información sobre la teoría de la agencia, ver JENSEN, M., & MECKLING, W. (1976). Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, 3, págs. 305–360. Asimismo, el glosario de la guía proporciona una explicación breve de la teoría de la agencia.



Los accionistas minoritarios podrían temer que los gerentes, que comparten los intereses de los accionistas mayoritarios, abusen de sus derechos. En este tipo de escenario, el foco del problema de la agencia pasa de la relación dueño-gerente a la relación entre accionistas minoritarios y mayoritarios. Los accionistas mayoritarios pueden dirigir la empresa partiendo de sus propios intereses (lo que podría no coincidir siempre con los intereses de otros accionistas).

¿Cuál es el desenlace de esta historia? Éstos son algunos ejemplos de lo que se conoce como beneficios privados de control que, en ausencia de los mecanismos de control correspondientes, hoy se traducen en reducciones del precio.

Medida	Por qué es un problema
El accionista mayoritario nombra a familiares no calificados para que ocupen puestos gerenciales	› El propietario y la familia se benefician a expensas de otros accionistas › La medida pone en riesgo a la empresa, que no contará con el liderazgo adecuado
Los accionistas mayoritarios contratan los servicios de terceros con una empresa relacionada con amigos o familiares	› El valor de la medida se basa en la amistad o el parentesco, no en buscar la mejor opción para la empresa y sus accionistas
Los accionistas mayoritarios que controlan y administran la empresa fijan sueldos excesivos para ellos o sus familiares	› Esta conducta resta valor a los demás accionistas

Claramente, esto representa un problema para los líderes corporativos. Sin mecanismos adecuados de gobierno, que garanticen el control y el respeto de los derechos de todos los accionistas, los conflictos de agencia pueden restar valor y obstaculizar el desempeño y las posibilidades de crecimiento de la empresa. Idealmente, todos los intereses deberían alinearse. Comprender estas relaciones ayudará a los líderes a encontrar soluciones de gobierno que ofrezcan el nivel de tranquilidad necesario para atraer inversores.

Una manera de alinear los intereses de accionistas y gerentes es una política de remuneración bien diseñada, asociada a objetivos específicos. Esto contribuye a aclarar los objetivos. Las prácticas de gobierno que ofrecen transparencia y un trato equitativo a todas las partes, pueden garantizar el alineamiento de los intereses de los diferentes grupos de accionistas. El Capítulo 4 examina con más detenimiento estas prácticas específicas de gobierno.

1.2 Identificar a los promotores del gobierno corporativo

En general, adoptar cambios es más fácil cuando los responsables de su implementación están comprometidos con su tarea y convencidos del valor del cambio. Todo cambio importante necesita de una persona o un grupo comprometido con su consecución y que se asegure de lograr los resultados buscados.

En el caso concreto de las mejoras del gobierno corporativo, estos promotores internos son fundamentales. Dado que dichas mejoras pueden exigir cambios en los principios y las normas fundamentales de la empresa, siempre es bueno contar con el respaldo de los escalafones más altos.

Situación ideal: que el accionista mayoritario —frecuentemente, el fundador o el patriarca de la familia— sea el promotor.

En la práctica, sin embargo, la iniciativa y el liderazgo suelen provenir de las generaciones más jóvenes. Los gerentes profesionales, externos a la familia, también pueden liderar el cambio. Conclusión: estos líderes son fundamentales para encabezar dichos esfuerzos, ya que ayudan a superar la resistencia existente o potencial, dedican el tiempo y los recursos necesarios para el éxito de la transformación y reúnen a todos los interesados en torno a objetivos comunes.

Los siguientes ejemplos demuestran que un cambio de actitud y un amplio compromiso con los principios del buen gobierno corporativo, pueden contribuir al consenso de todos los interesados o, por lo menos, eliminar la resistencia interna a los nuevos objetivos, estructuras y procesos de gobierno de la empresa.

- › La identificación de los líderes fue uno de los procesos para mejorar el gobierno corporativo en **CPFL Energía**. La empresa creó un Comité de Apoyo al Gobierno Corporativo, con un equipo dedicado exclusivamente al desarrollo y la mejora del gobierno de la empresa. Sus tareas eran respaldar las actividades del Directorio, facilitar el flujo de información e identificar oportunidades de mejora.
- › EL directorio, la gerencia general y la gerencia financiera de **Ferreiros** han sido los principales promotores de una reciente fase de mejoras de gobierno. Propusieron cambios en el estatuto para atraer a una base más amplia de accionistas e invitar a directores independientes a integrar su directorio. También encabezaron la redacción de documentos importantes para regular asambleas de accionistas y reuniones del directorio. Estos documentos facilitan el gobierno corporativo y garantizan su incorporación al código de conducta de la empresa, para que la mejora no se convierta en un mero proyecto personal.
- › **NET** encontró promotores tanto a nivel del directorio, como de la alta gerencia, que contribuyeron a generar los cambios.

1.3 Desarrollando un entendimiento común de arriba hacia abajo

Para lograr la transformación del gobierno corporativo hay que alinear todos los intereses, en todos los niveles de la organización, de arriba hacia abajo. El compromiso de los escalafones más altos es crucial, ya que los accionistas mayoritarios, el directorio y los altos ejecutivos tendrán un papel clave en la mejora del gobierno corporativo.

Mejoras de gobierno con un cambio generacional de liderazgo y reorganización de la empresa

En **Suzano**, las mejoras de gobierno corporativo vinieron acompañadas por una reorganización de la propiedad iniciada en 2001, cuando David Feffer, nieto del fundador, tomó las riendas de la empresa tras la muerte de su padre. Una de las primeras medidas de Feffer fue implementar un nuevo modelo de gobierno en la sociedad controlante. Contó con la asistencia de un equipo de consultores expertos que, entre otras cosas, lo asistieron en el proceso de delinear un plan estratégico y de definir claramente la visión, la misión, los valores y los objetivos estratégicos de la empresa.

La iniciativa se extendió a las filiales **Suzano Papel e Celulose** y **Suzano Petroquímica**, que aplicaron su propia planificación estratégica, siguiendo las pautas de la empresa matriz.

Las filiales despidieron a 80 empleados, entre ellos familiares que ocupaban cargos creados únicamente para servir los intereses de los herederos. Esta medida redujo los gastos fijos en un 30% y envió un mensaje claro a todos los empleados (y al mercado): la transformación



del gobierno corporativo estaba en marcha y su objetivo era priorizar los intereses de la empresa por encima de los intereses de familiares individuales.

“Además de aumentar la liquidez y el valor de la acciones y de permitir el acceso a planes de financiamiento de menor costo, al orientar la empresa a los mercados de capitales se puede aprovechar el impulso que deviene de las exigencias de los interesados externos, que diariamente demandan resultados positivos, valoraciones e informes de investigación, entre otros. Dado que el gobierno corporativo consiste fundamentalmente en alinear intereses, la introducción de planes de incentivo para ejecutivos, a corto y largo plazo, unida a la creación de valor y al desempeño de las acciones, son fundamentales para un plan de gobierno bien definido. Sin embargo, la clave del éxito yace en el compromiso estratégico a largo plazo de los accionistas mayoritarios. Solo un enfoque de largo plazo tiene la fuerza de sacudir los cimientos del statu quo de una empresa y lograr un cambio de actitud.”



—**João Pinheiro Batista Nogueira,**
Suzano, ex Codirector Ejecutivo

La alta gerencia, agentes del cambio

En el caso de **Buenaventura**, el directorio y la alta gerencia fueron los líderes que señalaron el progreso serio hacia la adopción de mejores prácticas de gobierno. Desde el principio, se comprometieron a implementar cambios reales.

¿Qué determinó que el grupo pensara y actuara al unísono? La noción de que la mejora del gobierno corporativo podría servir para crear valor.

En los años siguientes, la noción se vio confirmada por el crecimiento continuo del valor de mercado de la empresa. Los resultados observados renovaron el compromiso de los líderes de Buenaventura con el buen gobierno corporativo. Tras los cambios iniciales, el directorio y la alta gerencia se abocaron a implementar medidas adicionales:

- Definieron la visión, la misión y los valores de la empresa con el apoyo de consultores externos.
- Fijaron objetivos estratégicos y un plan de acción para implementar la nueva estructura en todos los niveles de la empresa.
- Se mantuvieron alineados y firmemente comprometidos con el proceso, transmitiendo a todos los rincones de la organización la estrategia que los llevaría al logro de los objetivos de gobierno corporativo.
- Establecieron un plan de remuneración a largo plazo para los gerentes superiores, que contribuiría a armonizar sus intereses con la estrategia y los intereses de los accionistas, garantizando la implementación de la estrategia.

“Al preparar su oferta pública inicial, los miembros del directorio de Natura fijaron condiciones estrictas. Antes de la oferta, había que cumplir con otras variables. Esto representaba, un compromiso extraordinario en sí mismo, ya que la decisión de cotizar directamente en el segmento Novo Mercado del BM&FBOVESPA, exigía una preparación previa. En base a esta decisión, todos los miembros del directorio debían suscribir los principios de gobierno que se presentaban a la empresa en ese momento.”

—David Uba, Natura, ex Director Financiero



Las mejoras exigen una intervención directa. Los asesores o consultores externos pueden facilitar los procesos de ref orma, en parte, por su objetividad. Sin embargo, la dependencia absoluta y pasiva en estos consultores, al implementar una iniciativa de gobierno corporativo, puede condenarla al fracaso.

¿Por qué? La implementación de nuevas ideas debe ser dirigida por los líderes de la empresa (accionistas, miembros del directorio y altos gerentes). Antes de aplicar planes de mejora al gobierno corporativo, hay que hacer un debate profundo sobre estas ideas para lograr un acuerdo interno sobre las estrategias y los objetivos comunes.

La visión y el plan deben comunicarse a todos los niveles de la empresa que afectarán o se verán afectados de algún modo por los cambios. Hay que lograr el compromiso firme y explícito de los gerentes, directores y accionistas principales con los objetivos del proyecto de gobierno corporativo. Uno de los caminos para hacer realidad este compromiso, es mostrar a todos los interesados los rendimientos futuros previstos a partir del proyecto.



CPFL Energía genera el impulso interno

En el caso de **CPFL Energía**, las estrategias a largo plazo se definieron en un proceso interno para la creación de consenso y se implementaron en todo el grupo, asegurando las mejores prácticas y el respeto por la cultura de la empresa. La comunicación fue esencial. Asesorados por sus consultores externos, el equipo líder divulgó la información en documentos simples y claros, en formato impreso y digital, para que accionistas, empleados e inversores estuviesen al tanto de la situación. Las más de 20 empresas controladas—cuyos líderes integran el equipo ejecutivo de la empresa— se alinearon con el proyecto mediante enmiendas a sus estatutos y adhieren a las mismas normas de gobierno corporativo. Al compartir las mismas prácticas de gobierno, se optimizan los procesos corporativos y se mejora la toma de decisiones, lo que permite al grupo de empresas concentrarse en su negocio principal.

Al aceptar compartir los beneficios futuros con todos los accionistas del grupo, los líderes de CPFL Energía fortalecieron aún más el compromiso con las mejoras de gobierno corporativo dentro de toda la organización. Entre las medidas que tomaron, encontramos las siguientes: ofrecer a los accionistas minoritarios de CPFL Paulista, CPFL Piratininga, CPFL Geração y RGE la opción de invertir en la sociedad controlante cotizada en el Novo Mercado del BM&FBOVESPA, a través del intercambio de acciones ordinarias o preferidas por acciones ordinarias de la sociedad controlante. Por un precio justo, los accionistas minoritarios de las empresas que fueran recientemente adquiridas tendrán en el futuro la misma posibilidad de migrar a la sociedad controlante.

Crear puntos de referencia genera compromiso. Otra manera de contribuir a garantizar que todos los niveles de una empresa aúnen su visión y compromiso, respecto de las mejoras del gobierno corporativo, es entablar un debate comparativo de las prácticas de la empresa con referentes del mercado —códigos de mejores prácticas y las directrices de gobierno corporativo elaboradas por asociaciones, entes reguladores, organismos institucionales y entidades similares. Para mayor información sobre este tema, ver la Sección 2 del Capítulo 3.

“A pesar de la novedad del término, la primera vez que escuchamos hablar de ‘gobierno corporativo’ en el Perú, supimos que el concepto no nos era ajeno. La administración de nuestra empresa siempre se fundó en valores como la imparcialidad, el trato equitativo y la transparencia. Sin embargo, reconocimos que había aspectos de la gestión que podían mejorarse. En particular, vimos que el directorio podía agregar valor aportando experiencias y nuevos puntos de vista a través de directores independientes y de comités internos. Al revisar los estatutos, descubrimos que algunos artículos se adecuaban perfectamente a las empresas de cuatro accionistas que funcionaban hace más de 80 años, pero no eran relevantes para una empresa con casi un millar de accionistas nacionales y extranjeros. Invertimos mucho tiempo en examinar los Principios de la OCDE y el código de gobierno corporativo peruano,²² y llevamos algunas ideas a nuestro directorio, donde siempre nos recibieron con una gran apertura.”

—**Mariela García de Fabbri**, Ferreyros,
Gerente General²³



Desarrollar un entendimiento común sobre las necesidades del gobierno corporativo

Los líderes de **Ferreyros** comprendieron muy pronto que, para atraer inversores y diferenciarse de otras empresas que participaban en los mercados de capitales, era primordial la adopción continua de cambios que garanticen la transparencia, el trato equitativo a los accionistas y la eficiencia de sus operaciones.

²² OCDE, Organización para el Crecimiento y el Desarrollo Económicos (2004). Principios de Gobierno Corporativo. Disponible en: <http://www.oecd.org/DATAOECD/32/18/31557724.pdf>; CENTRO DE ESTUDIOS DE MERCADO DE CAPITALES Y FINANCIERO (2001), Perú: Código de Buen Gobierno Corporativo para Empresas Emisoras de Valores.

²³ Ver nota a la versión en español al comienzo del libro.



Este compromiso de mejora continua es posible gracias a que los miembros del directorio y la alta gerencia siempre han tenido claro el rol del gobierno corporativo en Ferreyros.

La idea cobró más fuerza cuando el Perú adoptó un nuevo código de gobierno corporativo —una iniciativa encabezada por los líderes de Ferreyros. Así, la empresa emprendió una nueva fase de mejoras, implementando cambios en su estatuto para atraer a una base más amplia de inversores e invitar a directores independientes a integrar su directorio.

Al involucrarse profundamente en la reforma de gobierno, los líderes de Ferreyros demostraron, que las empresas con normas de buen gobierno corporativo tienen una fuerte ventaja competitiva sobre aquellas que no reconocen su importancia. Cabe destacar que el éxito de las reformas depende de lograr el compromiso interno firme de todas las instancias de la empresa.

1.4 Entendiendo las fuentes de resistencia y adoptando medidas para superarlas

Al analizar las fuentes de resistencia, es bueno empezar por los niveles más altos: los accionistas mayoritarios. También los gerentes superiores y los empleados opondrán resistencia. En algunos casos, los fundadores o las generaciones más viejas, pueden ser una fuente de resistencia, porque no desean cambiar la forma de administrar la empresa. Algunos miembros de la familia pueden oponerse a la reforma por temor a perder poder o a perder sus empleos. Otros querrán demorar el proceso hasta estar convencidos de que podrán obtener alguna ventaja personal.

La resistencia de los altos gerentes puede devenir de su estrecha relación con la familia —accionistas mayoritarios. También pueden tener miedo de perder su trabajo. Otros temerán el riesgo de que se incorpore a personas mejor preparadas o que aumente la carga de sus responsabilidades. Un tercer grupo podría resistirse simplemente por no comprender claramente el objetivo de los cambios.

Además, debemos pensar en los empleados. Los trabajadores de todos los niveles pueden obstaculizar las mejoras del gobierno corporativo. En general, su resistencia se debe a que:

- › No son conscientes de los cambios y el valor que pueden aportar
- › Se sienten incómodos con el *modus operandi* o con la repercusión que tendrán los cambios sobre su trabajo
- › Temen perder su empleo
- › Temen sufrir una sobrecarga de responsabilidades adicionales

El equipo encargado de implementar las mejoras deberá contar con una estrategia para superar o, al menos, minimizar la resistencia y armonizar los objetivos.



Para tener en cuenta

Si su empresa tiene una trayectoria de enfrentamientos entre empleados y ejecutivos clave, considere la organización de equipos de colaboración integrados por miembros de ambos grupos. Esto ayudará a descubrir las razones subyacentes a la incertidumbre y a reducir la resistencia cultural al cambio.

Los miembros del Círculo de Empresas abordan los focos de resistencia	
Problema	Solución
CPFL Energía	
La implementación de mejoras de gobierno corporativo, como el desarrollo de un plan de sucesión, la introducción de un canal de comunicación anónimo y confidencial para el rendimiento de cuentas y las denuncias de fraude y la automatización de controles para la preparación de estados contables, en ocasiones, ha enfrentado cierta resistencia —algo natural en cualquier proceso de cambio.	Para superar resistencias, los cambios se introdujeron de forma coherente, tras un debate con todas las partes interesadas. Además, se contó con el aval y el apoyo del Directorio y la gerencia.
Buenaventura	
Hubo cierta resistencia al cambio y, en especial, al proceso de formalización de las políticas de gobierno en la empresa. Se esperaba el compromiso y la participación activa de toda la organización, especialmente de la alta gerencia.	Para superar esta dificultad, la formalización de las políticas de gobierno se realizó a lo largo de casi un año, como parte de un proceso de mejora permanente. Las nuevas políticas, plasmadas en documentos escritos, permiten que los empleados hablen un mismo idioma en todos los niveles de la organización. La empresa ha incrementado su eficiencia y eficacia.
NET	
Al ser una de las primeras empresas en iniciar el proceso, NET enfrentó el desafío de demostrar internamente que los cambios de gobierno corporativo de la empresa serían permanentes y que todas las grandes empresas pronto seguirían su ejemplo. No todos tenían la misma visión.	NET emprendió una comparación enérgica utilizando puntos de referencia, para demostrar que las tendencias apuntaban al gobierno corporativo. Trabajó para demostrar sus ventajas —como la creación de valor para los accionistas—, resaltando que la empresa debía situarse a la vanguardia y no convertirse en una mera seguidora del proceso. El equipo de relaciones con el inversor se reunió con el personal para mostrar el funcionamiento de los mercados de capitales y el efecto de la transparencia en la valoración de la empresa. NET aún se beneficia de este proceso, ya que se basa en sus iniciativas para mejorar el gobierno corporativo. Cuando NET empezó a pensar en cotizar en el Nivel 1 del segmento especial de gobierno corporativo del mercado de valores brasileño, el departamento de relaciones con el inversor y el de asuntos jurídicos de la empresa, se acercaron al BM&FBOVESPA y trabajaron con ellos para comprender las implicancias de cotizar en el Nivel 1, anticipando un posible ascenso al Nivel 2. El personal de estos departamentos sabía que muchas empresas se habían resistido a uno de los requisitos para la cotización, la Cámara de Arbitraje del Mercado, y querían estar preparados para enfrentar la resistencia anticipada. La coordinación previa contribuyó a la armonización y les ahorró tiempo.*

* La Cámara de Arbitraje del Mercado (CAM — Câmara de Arbitragem do Mercado) es un foro creado por el BM&FBOVESPA para resolver conflictos societarios fuera del sistema judicial oficial de Brasil. Ofrece un medio ágil, independiente y eficiente —en cuanto a los costos— para resolver conflictos conforme a las disposiciones de la Ley de Arbitraje. Las empresas que cotizan en los segmentos especiales del BM&FBOVESPA (Novo Mercado y los Niveles 1 y 2) deben cumplir con sus requerimientos.



Los consultores externos pueden aliviar la resistencia y lograr el consenso. Hay temas delicados dentro de un grupo que pueden parecer irreconciliables, porque las personas en desacuerdo no logran comprender las razones reales de la discordia. Puede que no se resistan al cambio en sí, sino a actitudes u objetivos subyacentes no declarados. Para los familiares o los gerentes superiores, la resistencia puede provenir de ver la empresa como el centro alrededor del cual gira su vida o algo de lo que prefieren alejarse para dedicar más tiempo a otras actividades, delegando sus responsabilidades de dirección. La naturaleza permeable de sus actitudes afectará su respuesta a las iniciativas de gobierno.

Los consultores externos pueden acercar a los accionistas con visiones opuestas. Pueden facilitar el acuerdo sobre una estrategia común, para generar un entorno constructivo para el desarrollo de consensos. Una estrategia es realizar reuniones individuales con los líderes de la empresa y los accionistas principales. Estas reuniones servirán para entender mejor los objetivos personales de cada parte. Las reuniones también analizan formas de superar las diferencias personales para lograr una visión compartida de cómo controlar y administrar la empresa.

2 Modificando actitudes

En general, el cambio de actitud es un tema delicado que se vuelve aún más complejo cuando afecta la manera de gestionar y controlar la empresa.

Cómo construir una base conceptual sólida para impulsar el cambio

Argos empezó a creer en la filosofía y la actitud del buen gobierno corporativo mucho antes de que lo exigieran las normas colombianas. Los líderes de la empresa entendían que las mejoras de gobierno debían asentarse sobre conceptos sólidos. Su primera medida: crear un código ético y de gobierno sólido que definiera claramente aspectos importantes relacionados con la empresa e indicara las expectativas para cada empleado.

Posteriormente, el código se modificó para ajustarse a estándares internacionales. El código revisado, que hacía hincapié en la divulgación y la libre circulación de información, se debatió con todos los interesados a nivel interno, desde empleados a directores. Este debate ayudó a armonizar la comprensión de los futuros cambios en el gobierno corporativo y a reunir a los miembros de la empresa en torno a ellos.

Una muerte inoportuna impulsa el cambio

En **Suzano**, el cambio de actitud se vio acelerado por el fallecimiento inesperado de su presidente, Max Feffer. Aunque ya había empezado a formar a un equipo sólido de gerentes profesionales y a preparar a sus herederos para una eventual transición, su ausencia repentina hizo imposible dilatar las decisiones relativas al camino que debía seguir la empresa.

En abril de 2003, durante una reunión que se extendió solo una tarde, la familia decidió implementar un nuevo modelo de gobierno corporativo, modificando ampliamente el rol de los accionistas mayoritarios. David, el hijo de Feffer, convocó a sus hermanos y al asesor principal, Boris Tabacoff, a una reunión con ejecutivos externos que ya estaban desarrollando un plan de transición. Los consultores presentaron sus conclusiones iniciales, el modelo de gobierno propuesto y el plan de acción básico. Identificaron las consecuencias de la implementación, muchas de las cuales serían dolorosas para los miembros de la familia. La propuesta se aprobó en su totalidad. La familia comprendió que se trataba de una visión estratégica a largo plazo y decidió delegar la función ejecutiva, para concentrarse en la dirección estratégica y la supervisión de los gerentes. A partir de entonces, la familia adoptó un nuevo lema: “No se debe vivir de la empresa, sino de sus resultados”.

Sucesión del liderazgo

Con una trayectoria de gobierno corporativo que se remonta a los años ochenta, **Ultrapar** nos proporciona otro ejemplo de cambios de actitud y firme compromiso. Como se explicó en el capítulo anterior, la decisión de Ultrapar de adoptar mejores prácticas de gobierno corporativo, estuvo estrechamente relacionada con el proceso de profesionalización de la gerencia y con temas de sucesión. Por lo tanto, asegurar su continuidad e institucionalizar la empresa para garantizar su éxito a largo plazo, fueron las razones principales para adoptar mejores prácticas de gobierno —incluyendo un sistema de remuneración novedoso para comprometer a los ejecutivos y alinear sus intereses con los intereses a largo plazo de los propietarios.

Estos ejemplos demuestran que el cambio exige una profunda comprensión de los objetivos buscados. La empresa debe crear oportunidades para que gerentes, directores y accionistas interactúen con otros líderes de la empresa, y escuchen y aprendan de sus experiencias.

Los miembros del Círculo de Empresas también subrayan la importancia de contactar a expertos, locales y extranjeros, para obtener la información, las referencias y los conocimientos necesarios. Cuando estas empresas se iniciaron en la mejora de las prácticas de gobierno, era difícil encontrar otros ejemplos similares de implementación. Esto obligó a los accionistas y directores a salir de su círculo en busca de la orientación necesaria, asistiendo a reuniones de negocios, encuentros informales, eventos de asociaciones empresariales, programas de formación, seminarios y conferencias.

Ya hemos tratado las principales iniciativas para armonizar los intereses de quienes intervienen en el gobierno corporativo y generar un compromiso para el cambio. Ha llegado el momento de analizar detalladamente cómo llevar a cabo la planificación.

Para seguir pensando y debatiendo:

- ¿Cómo intentaría lograr el consenso para las mejoras de gobierno corporativo en su organización?
- ¿A qué personas clave de su empresa incluiría en el proceso de abordaje e implementación de mejoras de gobierno?
- Enumere los puntos fundamentales de resistencia en su empresa. ¿Cómo los superaría?
- Redacte el orden del día de una reunión modelo de ejecutivos clave y empleados, celebrada con el fin de encontrar puntos comunes y superar puntos frecuentes de enfrentamiento.

3

PLANIFICACIÓN Y FIJACIÓN DE PRIORIDADES





Capítulo 3: Planificación y fijación de prioridades



MENSAJES CLAVE

Priorizar medidas específicas. Las empresas que deseen mejorar su gobierno corporativo deben tratar de priorizar medidas específicas para garantizar que las tareas más urgentes reciban la adecuada atención.

Prestar atención a las demás empresas. Tome como referencia las prácticas de gobierno corporativo de otras empresas, que operen en situaciones similares, y examine sus principios, normas y pautas y la bibliografía disponible, para evaluar sus prácticas actuales e identificar vacíos y debilidades.

Diseñe un plan de acción formal. Es fundamental plasmar en orden de prioridad las medidas identificadas, para la mejora del gobierno corporativo, en un plan de acción formal. Esto garantizará que todos los miembros de la organización sepan qué hacer, cuándo y por qué. El plan identificará los resultados y los beneficios esperados y a los responsables de la implementación. Además, un plan formal fomenta la responsabilidad de todos los involucrados en el proceso de transformación del gobierno corporativo.

Como ocurre con todas las transacciones complejas, establecer prioridades y equilibrar los resultados deseados con los recursos asignados, es fundamental para el éxito.

Este capítulo aborda los factores a considerar al priorizar las medidas de mejora. Analiza la importancia de la autoevaluación y el uso de referentes de gobierno corporativo, para tener una visión clara de las políticas y las prácticas actuales en la materia. El capítulo destaca las fuentes de orientación y asesoramiento sobre gobierno corporativo, y contiene recomendaciones para el desarrollo de un plan de acción formal para implementar mejoras. A lo largo del capítulo, se presentan las experiencias de los miembros del Círculo de Empresas.

Al acercarse por primera vez a las prácticas de buen gobierno corporativo y apreciar los beneficios obtenidos por quienes las han adoptado, los líderes de las empresas pueden enfrentarse a dos tipos de actitudes diametralmente opuestas, ya que tanto el exceso de pesimismo como un optimismo exagerado pueden obstaculizar el éxito.

Los pesimistas. Por un lado, las mejoras pueden parecer inalcanzables, ya que las políticas y las prácticas actuales de la empresa distan mucho del objetivo deseado. Puede suceder que los líderes de la empresa no sepan qué punto de partida a elegir o cómo lograr los resultados deseados con los recursos disponibles. Tal vez no sepan que, si no pueden implementar las prácticas de buen gobierno de una sola vez, pueden realizar mejoras intermedias.



Esta actitud puede hacer que las empresas se pregunten si realmente vale la pena embarcarse en el proceso de transformación. La brecha puede parecer insalvable. Los líderes pesimistas necesitarán más tiempo y algo de persuasión para convencerse de la factibilidad de implementar mejores prácticas de gobierno corporativo. Tendrán que entender que, aunque el proceso de mejora parezca desalentador, todos podrán cosechar los frutos de su esfuerzo.

Los optimistas. Por otra parte, algunos líderes pueden ser demasiado optimistas. Estos líderes no pueden hacer una valoración realista de las dificultades que podrían aparecer al implementar mejoras en el gobierno corporativo. Pueden creer que se trata simplemente de replicar la experiencia de empresas mejor gobernadas, sin tener en cuenta la compatibilidad con sus propios objetivos y recursos. Los líderes excesivamente optimistas suelen creer que simplemente por haber tomado la decisión de mejorar, el resto del proceso fluirá por sí mismo. Esta actitud también conlleva importantes riesgos, generando proyectos con una planificación deficiente que ponen en riesgo la implementación y desacreditan la iniciativa.

1 Fijando prioridades

“Hemos determinado que la implementación de prácticas de gobierno corporativo es un proceso continuo. Sin embargo, no debemos olvidar que implementar todas las mejoras simultáneamente, especialmente cuando una empresa acaba de iniciar el proceso, es virtualmente imposible. Muchas medidas exigen un análisis profundo de los acontecimientos y la repercusión a futuro. Además, hay que respetar la cultura interna y la dinámica de cada empresa y sus accionistas mayoritarios. De otra manera, todo el proceso estará en peligro.”

—Leonardo Pereira, NET, ex Director Financiero



Toda iniciativa debe empezar fijando los objetivos más importantes que quiere lograr la empresa.

- › ¿Cuáles son las razones comerciales para mejorar el gobierno corporativo de la empresa?
- › ¿Cuáles son los sectores de riesgo que podrían abordarse mediante mejoras en el gobierno corporativo?
- › ¿Qué procesos de decisión y qué medidas producirán beneficios inmediatos?
- › ¿Cuáles tendrán mayor repercusión al menor costo y con un mínimo de esfuerzo?
- › ¿Qué transformaciones se pueden introducir más fácilmente en las fases iniciales con un mínimo de resistencia?
- › ¿Cuáles son las expectativas realistas de logro, a partir de los recursos financieros y humanos existentes en la empresa?

Para poder responder a estas y otras preguntas, las empresas deben definir sus prioridades o acciones deseadas, a corto y mediano plazo, para crear la estructura, la flexibilidad, el propósito y las responsabilidades necesarios para alcanzar los resultados previstos. El logro de estos objetivos iniciales ayudará a convencer a los escépticos y animará a los indiferentes.

Hay muchos factores que inciden en el orden de prioridad fijado para las mejoras de gobierno corporativo. Hay empresas con políticas y prácticas de gobierno relativamente buenas en algunos sectores, mientras que otros cuentan con prácticas débiles o inexistentes. Por ejemplo, en algunas empresas puede haber deficiencias más claras en la operación del directorio mientras que, en otras, las dificultades se ubican a nivel de los controles internos y las auditorías.

Algunas medidas de gobierno corporativo requieren la creación previa de determinadas condiciones, mientras que otras se pueden implementar en forma independiente. Algunas pueden implementarse con relativa facilidad, como medidas individuales, con muy pocas posibilidades de encontrar resistencia; mientras que otras pueden ser más complejas y conllevar un conjunto más complicado de compensaciones o enfrentar fuertes focos de resistencia. Estas medidas pueden exigir un largo período de implementación.

Ante tal variedad de medidas y complicaciones de implementación, ¿cómo debe identificar sus prioridades una empresa?

1.1 Las motivaciones determinan las prioridades

Como se explicó en el Capítulo 1, la motivación para mejorar el gobierno corporativo, determinará el programa y el ritmo de implementación de las medidas.

- Para las empresas que busquen atraer a inversores minoritarios, las medidas destinadas a reforzar la idea de que se respetarán los intereses de los posibles inversores, son un buen punto de partida. Así, algunas de las medidas a adoptar pueden estar relacionadas con los derechos de los accionistas, la divulgación de información, los derechos de acompañamiento para la venta de acciones preferidas (sin derecho a voto) o la representación en el directorio.
- Para las empresas que buscan mejorar la toma de decisiones y los resultados operativos, las prioridades pueden incluir medidas referidas a las reglas y los procedimientos de toma de decisiones en asambleas de accionistas, reuniones del directorio y a nivel de la gerencia superior.
- Para las empresas familiares interesadas en expandir u optimizar la organización, las mejoras pueden centrarse en el gobierno del negocio familiar. Para mayor información sobre este tema, ver el Capítulo 5.

Con frecuencia, las empresas enfrentan simultáneamente varias situaciones de este tipo. En estos casos, los líderes de la empresa deben elegir el punto de partida, en función de la urgencia que demande cada sector.

El orden de prioridad de las mejoras de gobierno corporativo también depende del tamaño de la empresa, los recursos financieros y humanos de que dispone y las demandas específicas del mercado y los inversores.



Empiece ya mismo: Una lista de control para ordenar sus medidas de gobierno

-  Analice sus prácticas de gobierno actuales
-  Defina los recursos que va a asignar
-  Analice el accionar —presente o pasado— de otras empresas en circunstancias similares
-  Compare sus prácticas con las de la competencia para entender el valor

CCR recurre a consultores externos para fijar sus prioridades

CCR necesitaba concentrarse en los aspectos internos —dada la índole de la estructura de la empresa, formada totalmente por accionistas minoritarios y competidores del sector de la construcción pesada.

La empresa había sido creada con la ayuda de un consultor internacional, por lo que decidió servirse del mismo proceso para fijar sus prioridades de gobierno corporativo. Los socios se reunieron y aprendieron sobre la importancia de contar con un gobierno corporativo eficaz, adaptado especialmente a las necesidades de CCR. Con la ayuda del consultor, definieron una lista de tareas a realizar.

La autoevaluación de su gobierno, ayuda a Ferreyros a priorizar los cambios

En **Ferreyros**, los líderes descubrieron que los cambios se implementan mejor después de la evaluación interna de la empresa, y de un análisis comparativo que la evalúe en función de referentes nacionales e internacionales. Como se expuso en el Capítulo 2, la empresa se asoció a otras instituciones interesadas en las prácticas de gobierno corporativo. Cada empresa del grupo respondió un cuestionario de autoevaluación que cubría varios aspectos:

- Transparencia en la participación accionaria
- Transparencia financiera
- Estructura y procedimientos del directorio
- Relaciones con los accionistas

En general, la empresa obtuvo buenos resultados, pero algunas áreas presentaron debilidades. Los líderes de la empresa utilizaron los resultados de la evaluación como punto de partida para implementar mejoras, basándose en los aspectos menos satisfactorios.

Suzano prioriza la cotización en el segmento de gobierno corporativo del mercado de valores brasileño

En parte, la estrategia referida a los mercados de capitales de **Suzano Papel e Celulose** y **Suzano Petroquímica**, apuntaba a cotizar sus acciones en el Nivel 1 —con vistas a pasar al Nivel 2— de los segmentos de gobierno corporativo de BM&FBOVESPA. Las prioridades de mejora se orientaron a cumplir los requisitos de inclusión de estos grupos selectos. Para cumplir su objetivo, se tomaron varias medidas:

- La incorporación de tres miembros independientes a los directorios de Suzano Papel e Celulose y Suzano Petroquímica —uno de ellos elegido por los accionistas minoritarios.

- La publicación de los estados contables de Suzano Petroquímica según los principios contables estadounidenses GAAP, para cumplir con los requerimientos de gobierno corporativo del Nivel 2 de BM&FBOVESPA dentro del plazo establecido.
- Culminación de la implementación del código de conducta del Grupo Suzano, a mediados de 2006, tras intensos debates.
- Definición de la nueva estructura de los comités del directorio de Suzano Papel e Celulose y Suzano Petroquímica. Esto incluyó la creación de un comité de auditoría y la ampliación del alcance del comité de estrategia, para incorporar la sostenibilidad.
- Formalización de la nueva estructura de dirección ejecutiva de Suzano Petroquímica: el presidente del directorio renunció al puesto de director ejecutivo y se creó un comité de gestión, dependiente del directorio, en septiembre de 2006. Suzano Papel e Celulose ya contaba con una estructura similar.

2 La función de la evaluación comparativa

Al planificar las mejoras en el gobierno corporativo y fijar prioridades, la evaluación comparativa²⁴ contribuye significativamente como herramienta orientativa:

	Proceso de comparación
Propósito de la evaluación comparativa	› Identificar y comprobar la posición de la empresa respecto de las políticas y prácticas de gobierno › Definir qué puede/debe hacer la empresa para mejorar › Definir el proceso y priorizar las acciones para el cambio en el gobierno corporativo › Ya iniciado el proceso de mejora, comprobar que la empresa avanza en la dirección correcta › Evaluar y descubrir los puntos problemáticos que no se adecuan a los estándares determinados
Fuentes de referencia	› Encuestas, estudios académicos y otras publicaciones sobre prácticas de gobierno corporativo – Interacción con otras empresas – Socios externos – Asociaciones de gobierno corporativo – Mercados de valores – Entes Reguladores – Organizaciones multilaterales – Centros académicos y de investigación – Asociaciones profesionales y comerciales – Agencias oficiales de calificación
Tipos de comparación	› Con homólogos en el sector, el país, la región o el mundo › Con principios y normas de gobierno corporativo reconocidos a nivel nacional o internacional

²⁴ Para obtener una lista de fuentes de información, latinoamericana e internacional, sobre gobierno corporativo que oriente las evaluaciones comparativas de las mejores prácticas, ver el Anexo 2.



Una manera eficiente de comparar, es examinar la evolución del gobierno corporativo de empresas homólogas del mismo sector. Es fundamental encontrar empresas con prácticas de gobierno debidamente implementadas para entender sus implicaciones y su justificación, además de comprender la manera de implementarlas en la propia empresa.

¿Qué tipo de resultados se esperan de un ejercicio de comparación?

- Un marco de debate entre los líderes empresariales, del que pueden surgir discrepancias
- Un consenso sobre la dirección a seguir²⁵
- Una lista de aspectos deficientes del gobierno corporativo que las iniciativas de mejora intentarán corregir
- Una dirección y ritmo de implementación claro y viable para los cambios, consensado por todas las partes
- Un plan de mejora del gobierno corporativo con prioridades adecuadamente establecidas

Aunque se recomienda la evaluación comparativa, los miembros del Círculo de Empresas, saben por experiencia que encontrar información completa y relevante en América Latina todavía representa un desafío.

Argos busca referentes de gobierno

En Colombia, la regulación del gobierno corporativo aún no estaba bien desarrollada, cuando **Argos** intentó comparar sus políticas y procedimientos de gobierno con los de otras empresas similares en el país. Argos quería asegurarse de que sus prácticas eran comparables o mejores que las de esas empresas.

Argos también revisó el marco y las prácticas de gobierno corporativo en mercados exteriores. La empresa analizó las pautas del NYSE y del Instituto Brasileño de Gobierno Corporativo. Los líderes también revisaron los debates y las publicaciones de la Mesa Redonda Latinoamericana de Gobierno Corporativo, organizada anualmente por la OCDE y la IFC del Grupo Banco Mundial desde 2000.¹⁶

La empresa contrató a consultores externos para que la asistieran en el desarrollo de un marco de referencia. Los líderes de Argos dicen que el propio proceso fue importante, ya que permitió a la empresa considerar las opiniones de clientes, accionistas, agencias reguladoras, analistas de los mercados de capitales y medios financieros. El resultado: Argos creó un código excelente, que se aplica actualmente y que sirve de referencia para evaluar las prácticas de la empresa.

El próximo paso: evaluar las políticas existentes. Una vez que se dispone de todas las referencias, éstas se convierten en el punto de partida para compararlas meticulosamente con las políticas, los procesos y las prácticas de gobierno corporativo existentes en la empresa. La tarea implica realizar una evaluación técnica y crear una fuente de debate y profunda reflexión para los líderes empresariales, quienes deberán analizar tanto las prácticas actuales y lo que transmiten desde el punto de vista cultural, como la manera de hacer negocios de la empresa.

²⁵ La repercusión de los cambios en la organización puede ser profunda, por lo que no debería esperar un consenso inmediato. Las dudas no expresadas a tiempo pueden obstaculizar el desarrollo a futuro. Por lo tanto, es crucial entender las fuentes de resistencia, cualquiera sea su origen, y discutirlos abiertamente.

²⁶ Ver www.oecd.org/daf/corporate-affairs/roundtables.

Como ayuda adicional, la Guía contiene un cuestionario de referencia con 100 puntos, que puede servir como instrumento de autoevaluación para que las empresas comparen sus prácticas de gobierno con los estándares apreciados por los agentes del mercado. El cuestionario de referencia se explica en el Capítulo 4 y se incluye en el Anexo 3.

Después del análisis comparativo de las fortalezas y las debilidades de la gestión actual, las empresas pueden considerar la utilidad de aprender más sobre las políticas y estructuras relevantes de gobierno que deberán incorporar, y cómo implementarlas.

3 Fuentes de asesoramiento y orientación

La buena noticia es que existen amplios recursos referidos a la evaluación del gobierno corporativo, el desarrollo de planes de acción y la implementación de mejoras. Sin embargo, la utilidad de estas herramientas está sujeta a la cultura interna de su empresa. Algunas empresas prefieren recurrir a consultores externos, otras a institutos de gobierno corporativo, o cámaras de comercio, y otras optan por informarse a través de sitios web, bibliografías o la interacción con otras empresas, con el fin de aprender de sus experiencias.

Una de las herramientas para autoevaluar las políticas y los procedimientos de gobierno de su empresa, ha sido desarrollada por la IFC. Esta herramienta consiste en una serie de matrices evolutivas para diferentes tipos de empresa. La matriz para las empresas que cotizan en bolsa identifica aspectos principales del gobierno corporativo, tales como:

- › El compromiso de los líderes de la empresa con los principios de buen gobierno
- › El funcionamiento del directorio y la función de los gerentes superiores
- › El entorno de control —incluyendo sistemas de control interno, gestión de riesgo y cumplimiento
- › La divulgación de información y la transparencia
- › La protección de los derechos de los accionistas

En cada una de estas áreas, se identifican prácticas generales consideradas aceptables, buenas, avanzadas o mejores (niveles de desarrollo del gobierno corporativo). El objetivo principal de la matriz es ofrecer un marco para que los líderes de la empresa discutan los aspectos generales de las mejores de gobierno. Sin embargo, también es muy útil para definir los objetivos últimos de cada sector y el paso lógico que permitirá seguir avanzando en el proceso de mejora.

En el Anexo 1, puede consultar la matriz para empresas que cotizan en bolsa²⁷ El Anexo 2 contiene otras fuentes de información pertinentes.

²⁷ Existen otras matrices de evolución, desarrolladas por la IFC, y otros recursos útiles disponibles en www.ifc.org/corporategovernance.



Ejemplo: Atlas contrata consultores para poder responder a plazos ajustados

Las nuevas normas de los reguladores del mercado de valores de Costa Rica, incluían un adelanto del plazo de cumplimiento. Frente a la brevedad del plazo, el directorio de **Atlas** decidió contratar a consultores externos que los asistieran en las iniciativas necesarias, especialmente en lo referido a procedimientos de control interno. Se pusieron en contacto con el representante local de una consultora internacional que, inmediatamente, envió a un equipo de trabajo. El equipo sostuvo varias reuniones con la gerencia y el proyecto se puso en marcha.

Divide y reinarás: División de tareas. Siguiendo el consejo de los consultores, los líderes de la empresa dividieron las responsabilidades entre varias personas clave:

- El gerente general y director ejecutivo fue el patrocinador del proyecto
- El director financiero encabezó la implementación del proyecto
- Un consultor de la empresa contratada se encargó de la coordinación del proyecto

Además, la empresa creó un comité de dirección. El comité de auditoría del directorio debatió y aprobó el plan de trabajo delineado a partir de la valoración inicial. El trabajo comenzó con el desarrollo de una lista de procedimientos prioritarios, en base a una matriz de riesgo elaborada por el comité de dirección.

Evaluación de resultados. Los líderes de la empresa señalan que el progreso ha sido lento pero constante.

- Se ha dado prioridad al desarrollo de políticas y procedimientos de control interno, por que son los que tienen mayor repercusión en la empresa.
- La coordinación entre consultores externos y funcionarios de la empresa ha sido eficaz: aunque estos últimos podían describir mejor sus funciones y definir los aspectos específicos necesarios, no podían abandonar sus responsabilidades cotidianas para dedicarse de lleno a implementar los cambios necesarios.

Así describe la situación Diego Artiñano, Director Ejecutivo de Atlas:

“Cuando el CONASSIF²⁸ dictó el nuevo reglamento, vimos que, para poder garantizar su cumplimiento —que exigía una declaración jurada firmada por mi persona y el presidente del directorio—, debíamos contar con los sistemas y controles adecuados. Al evaluar las opciones, en función de la tarea que teníamos por delante y el conocimiento y el esfuerzo necesarios para cumplirla eficazmente, optamos por contratar a una empresa de consultoría. El desafío no consistía en hacer lo justo para complacer al organismo regulador y su reglamento, sino en aportar valor a los procesos comerciales. Esta estrategia marcó la diferencia. Los proce-

²⁸ El Consejo Nacional de Supervisión del Sistema Financier..

sos deben ser adecuados para funcionar con los nuevos requisitos —esto no se reduce a agregar “una segunda fase de operaciones y controles” simplemente para que cumplan con el reglamento. A pesar de que la implementación de esta estrategia ha llevado bastante tiempo, no se han registrado aumentos importantes en los costos por los nuevos requisitos de control y cumplimiento. Atlas ha liderado varios sectores en Costa Rica. Al convertirnos en la primera empresa costarricense que cotiza en bolsa, creemos que también lideraremos otras acciones relacionadas.”



—Diego Artiñano, Atlas, Director Ejecutivo



Los miembros del Círculo de Empresas adoptaron diferentes estrategias para intentar mejorar sus políticas y procedimientos de gobierno corporativo. Éstos son algunos ejemplos:

Asesoramiento proveniente de una única fuente

Cuando el ente regulador del mercado de valores de Costa Rica introdujo nuevas normas de gobierno corporativo —con plazos de cumplimiento más ajustados—, **Atlas** decidió contratar los servicios de consultores externos.

Asesoramiento proveniente de fuentes múltiples

En el caso de **Ferreiros**, la empresa aceptó las opiniones de todas sus partes interesadas, entre ellas:

- Inversores
- Intermediarios en el mercado
- Institutos de gobierno corporativo
- Publicaciones de institutos de gobierno corporativo
- Las directrices de la OCDE y los principios peruanos publicados por la CONASEV
- Participación en el comité de gobierno corporativo de la Asociación Procapitales
- Inversores institucionales: en concreto, la empresa implementó su sugerencia de incluir más directores independientes en el directorio.

“A principios de los noventa, muchos inversores extranjeros se interesaron por las empresas peruanas invirtiendo directamente en la Bolsa de Valores de Lima —incluyendo nuestra empresa. Empezamos a recibir

llamadas de bancos de inversión pidiéndonos que recibiéramos la visita de analistas que viajaban al Perú. Posteriormente, en 1997, emitimos acciones a nivel internacional y nuestro agente y colocador nos recomendó que incluyéramos elementos como una política de dividendos, la divulgación de comunicados de prensa y la celebración de una conferencia telefónica con analistas e inversores. En esa época, los inversores institucionales locales, como los fondos de pensiones, también empezaron a invertir en nuestra empresa y a reunirse con nosotros. En estas reuniones, siempre recibimos, y seguimos recibiendo, recomendaciones valiosas referidas a los riesgos de gestión, la estructuración del financiamiento y los mercados de capitales, entre otros temas. Tratamos de implementar todas las que podemos.”

—**Mariela García de Fabbri**, Ferreyros, Gerente General²⁹



4 Menos es más: Diseñando una hoja de ruta fácil de entender

Una vez realizados todos los análisis y establecidas las prioridades, la empresa debe diseñar un plan de acción para la implementación de las mejoras de gobierno corporativo.

A veces, los líderes de las empresas hacen un bosquejo mental del plan de acción. Sin embargo, un plan formal contribuirá a institucionalizar los cambios y a establecer la responsabilidad de quienes cumplan tareas de implementación y supervisión. El plan de acción formal fija claramente las expectativas temporales para la implementación de las medidas y la materialización de los resultados previstos.

Al contar con un plan de acción formal, puede crear una hoja de ruta simple para identificar las medidas a tomar. La hoja de ruta podría incluir los siguientes elementos:

- Indicar acciones específicas de gobierno corporativo
- Establecer mecanismos de comunicación: intranet, correo electrónico
- Especificar cada resultado previsto para el proceso de mejora del gobierno corporativo
- Definir el tiempo asignado a la implementación de cada elemento del plan
- Identificar los hitos que marcarán el avance logrado e indicadores claros y medibles para cada resultado previsto
- Nombrar a la persona responsable de cada acción

²⁹ Ver nota a la versión en español al comienzo del libro.



¡No lo complique! Cuanto más sencillo sea su plan de acción, más fácil será que todos entiendan su función y que los líderes de la empresa verifiquen la implementación.

La Figura 3.1 ejemplifica cómo se vería un plan de acción. El gráfico agrupa las posibles medidas de mejora del gobierno corporativo en la columna de Acción de GC (Gobierno Corporativo). Estas medidas son compatibles con las recomendaciones de los Principios de la OCDE sobre Gobierno Corporativo, que se especifican en la columna de Área de GC.

Un plan real también contendría plazos para completar las tareas, designaría a los responsables e incluiría comentarios para resaltar cualquier dificultad o consideración especial relacionadas con la acción específica.

Figura 3.1 Modelo de plan de acción

	Área de GC	Acción de GC	Plazo	Responsable	Comentarios
1	Compromiso con el GC	› Contratar a un consultor de GC para que ayude a revisar e implementar la reforma del GC			
2		› Desarrollar un código empresarial de GC			
3		› Establecer un comité de gobierno corporativo y desarrollar términos de referencia para los nuevos comités			
4		› Desarrollar un código de ética: implementar procedimientos de denuncia			
5	Prácticas del directorio				
6	Entorno de control				
7	Divulgación de la información y transparencia				
8	Derechos de los accionistas				

Nótese que este ejemplo es ilustrativo y no prescriptivo. Existe toda una serie de acciones posibles que pueden considerarse y adaptarse a las circunstancias y prioridades particulares de su empresa. Los dos capítulos que siguen, incluyen más información sobre las acciones de gobierno corporativo recomendadas.



Una vez que haya formalizado el plan, debe comunicarlo a todos los interesados.



Consejo: establecer incentivos o recompensas para cada nivel del equipo involucrado en el proceso, puede contribuir a motivar sus esfuerzos durante la implementación.

Este capítulo abordó la necesidad de una preparación adecuada previa a emprender el proceso de mejorar el gobierno corporativo. Examinó la importancia de entender en qué fase de desarrollo se encuentra la empresa, y subrayó el valor de establecer prioridades y saber en qué dirección avanza la empresa. El próximo capítulo analiza las medidas específicas de mejora que pueden adoptar la empresa.

Para seguir pensando y debatiendo:

- ¿Cómo priorizaría las iniciativas para mejorar las políticas y las prácticas de gobierno en su empresa?
- ¿Qué medidas de mejora del gobierno corporativo trataría de implementar inmediatamente?
- ¿De qué recursos relevantes dispone, o cuáles podría movilizar, para desarrollar un plan de acción adaptado a su situación específica?
- ¿Ha identificado referentes de gobierno corporativo para comparar su empresa con otras y determinar qué acciones requieren una respuesta inmediata?
- Utilizando un modelo similar al del gráfico anterior, empiece a pensar en las acciones específicas que generarían dichas mejoras.

4

PRÁCTICAS FUNDAMENTALES PARA UN BUEN GOBIERNO CORPORATIVO

Índice 
Índice de Términos 





Capítulo 4

Qué hacer: Prácticas fundamentales para un buen gobierno corporativo



MENSAJES CLAVE

Hay medidas específicas diferentes para cada empresa. Dependerán de muchos factores: el marco legal y regulatorio, la estructura de la participación accionaria, el tamaño de la empresa, la motivación para las mejoras, la fase de desarrollo en que se encuentra la empresa y su cultura y tradición corporativa.

Al contemplar las medidas a tomar, busque el respaldo de criterios reconocidos de mejores prácticas, adaptados al contexto latinoamericano. A pesar de la singularidad del marco de gobierno corporativo de cada empresa, las prácticas de buen gobierno se basan en principios y normas nacional e internacionalmente reconocidos. Modifique las prácticas en función del contexto regional o nacional.

Concéntrese en aspectos múltiples del gobierno corporativo. Las acciones para mejorar el gobierno corporativo se centran en lograr el compromiso de los líderes de la empresa con el buen gobierno, fortalecer la función y las responsabilidades del directorio, mejorar el entorno de control, fomentar la divulgación de información y la transparencia y proteger los derechos de los accionistas.

El capítulo anterior destacó los procesos para el desarrollo de un plan de acción realista y con prioridades para las mejoras del gobierno corporativo.

Ha llegado el momento de considerar las medidas específicas de gobierno que podrían formar parte de dicho plan.

Este capítulo analiza más en detalle las medidas de mejora más frecuentes e importantes que pueden aplicar las empresas latinoamericanas. Tenga en cuenta que hay una amplia gama de mejoras posibles. Aunque su empresa debe considerar varias mejoras específicas para su gobierno corporativo, existen algunas prácticas ampliamente reconocidas y recomendadas por empresas, inversores y reguladores destacados. Aquí, presentamos las más recomendadas, agrupadas en las siguientes categorías:

- › Formalización de las políticas de gobierno corporativo: códigos y directrices
- › Funcionamiento del directorio y relación con la gerencia ejecutiva
- › Fortalecimiento de los derechos de los accionistas
- › Mejora del entorno de control
- › Transparencia y divulgación de la información
- › Garantía de la sostenibilidad del negocio

En el Capítulo 5 se analizan medidas específicas de gobierno corporativo para empresas familiares.

1 Formalizando políticas de gobierno: códigos y directrices

En general, para formalizar sus políticas, las empresas crean un código de gobierno corporativo o establecen directrices. Otras empresas prefieren usar un conjunto de documentos en lugar de un código. El código incorpora un marco que describe la estructura fundamental y los procesos de gobierno de la empresa. En general, el código, las directrices o los documentos, incluyen los principios más importantes del sistema de gobierno de la empresa:

- Relación entre los accionistas, el directorio y los altos gerentes
- Divulgación de información
- Entorno de control

Dicho esto, la manera en que una empresa decide formalizar sus políticas y prácticas de gobierno corporativo, dependerá de su cultura y sus circunstancias particulares. Estas variantes se observan en las diferentes estrategias adoptadas por los miembros del Círculo de Empresas que se examinan a continuación.

Argos sigue las recomendaciones sobre mejores prácticas para desarrollar su código

Desde el comienzo del proceso de mejora, los líderes de **Argos** comprendieron la importancia de crear un código oficial de gobierno corporativo. El desarrollo del código fue uno de los cinco pilares de la estructura inicial de gobierno de la empresa, que también incluía:

- Trato justo a los accionistas
- Fortalecimiento del directorio y su desempeño
- Desarrollo de procedimientos para la presentación oportuna de información completa y precisa
- Gestión de las relaciones con las múltiples partes interesadas

El equipo de Argos realizó una extensa investigación de los códigos de gobierno existentes, para identificar experiencias útiles que se acercaran a la filosofía de Argos, articulada en su eslogan: “Agregar valor cada día”. La empresa toma muy en serio su relación con cada parte interesada y buscó la orientación necesaria para abordar esta estrategia.

Después de evaluar y analizar todas las experiencias relevantes, la empresa adoptó y publicó un Código de Buen Gobierno en 2004, basado en las recomendaciones del Instituto Brasileño de Gobierno Corporativo, el NYSE y el Colegio de Abogados de Estados Unidos.

El código de Argos expone detalladamente aspectos referidos al gobierno corporativo, las prácticas gerenciales y el comportamiento de los empleados. Incluye disposiciones específicas sobre:

- Conflictos de interés
- Confidencialidad
- Uso de información privilegiada
- Cómo proceder al recibir regalos — en especial si provienen de un proveedor
- Principios básicos de buena conducta

Cabe señalar que los auditores internos y externos de Argos han verificado el cumplimiento de su código para informar al mercado de la conducta de la empresa.

El código de Marcopolo garantiza la adecuada administración empresarial

Las preocupaciones referentes a la conducta en la empresa y la claridad de las prácticas éticas, fueron algunos de los factores determinantes para la creación de un código de gobierno corporativo en **Marcopolo**. Los líderes de la empresa comprendieron que la adhesión a principios de gobierno implicaba comprometerse a crear un código que estableciera:

- Normas éticas y morales
- Protección de los derechos de los accionistas minoritarios
- Trato equitativo a todos los accionistas
- Transparencia contable y administrativa en la preparación y la presentación de las cuentas

El código de Marcopolo, que pertenece a una serie de documentos reglamentarios desarrollados por la empresa —incluyendo un código de conducta—, hace hincapié en los derechos de los accionistas minoritarios. Los líderes de la empresa consideran que este es un aspecto fundamental, ya que la legislación corporativa brasileña tiende cada vez más a proteger los derechos de este grupo. Además:

- El código dispone que los accionistas minoritarios tienen derecho a participar de los beneficios. También, establece mecanismos para que dichos accionistas puedan supervisar la gestión del negocio corporativo — como la presentación de un candidato a ocupar un puesto en el directorio o en el consejo de fiscalización de la empresa.
- El código exige que los accionistas mayoritarios reconozcan que no pueden fundar las decisiones —como la enmienda del estatuto de la empresa o el sistema de votación en las asambleas de accionistas— en la obtención de beneficios personales, ni tomar decisiones que perjudiquen o generen pérdidas a los accionistas minoritarios.

Como en el caso de Marcopolo, en lugar de redactar un código o publicar un único documento de principios, algunas empresas prefieren regular su gobierno corporativo a través de una serie de directrices. **CPFL Energía** adoptó esta estrategia y expuso los procedimientos que debía seguir la empresa, tal como aparecen en el recuadro de la página siguiente:

CPFL Energía

Directrices de Gobierno Corporativo de CPFL Energía

- El capital accionario está compuesto exclusivamente por acciones ordinarias, y el trato equitativo de accionistas mayoritarios y minoritarios respecto de la disposición de acciones es garantizado (100% del derecho de acompañamiento)
- 27,6% de acciones en el mercado (*free float*)
- Políticas referidas al abuso de información privilegiada para personas con algún tipo de vínculo con la empresa que poseen acceso a información confidencial
- Política de dividendos que fija una distribución mínima del 50% de los ingresos netos para el pago de dividendos semianuales
- El directorio debe incluir un director independiente, centrarse en la estrategia y la toma de decisiones

- El directorio debe contar con tres comisiones consultivas permanentes y cuatro comisiones ad hoc
- Evaluación del desempeño del directorio y el consejo de fiscalización
- Mecanismos formales para la interacción entre el directorio y los Ejecutivos para garantizar el flujo permanente de información
- Directrices de gobierno corporativo de la sociedad controlante y sus controladas alineadas a través de los estatutos
- El consejo de fiscalización cumplirá funciones de comisión fiscalizadora, conforme a lo requerido por la ley estadounidense Sarbanes-Oxley
- Desarrollo de memorias de conformidad con la Iniciativa de Divulgación Global (GRI, por sus siglas en inglés)
- Plan de sucesión y programa de desarrollo gerencial basados en competencias esenciales establecidas en el plan estratégico
- Conformidad con la legislación brasilera e internacional en materia contable
- Antes de ser presentadas al directorio, todas las transacciones con partes vinculadas deben ser examinadas por la comisión correspondiente
- Código de ética y de conducta corporativa compatible con los requerimientos de la Ley Sarbanes-Oxley y las mejores prácticas de gobierno, que cubra los intereses de todas las partes interesadas
- Establecer un canal de información anónimo para realizar quejas y/o denuncias relacionadas con información financiera
- Manual de participación para la asamblea anual de accionistas. El manual debe presentar información clara y resumida sobre las asambleas e incluir un poder estándar que sirva de modelo a los accionistas que no pueden asistir a las reuniones, para que puedan nombrar —sin costo— a un representante que ejerza sus derechos de voto sobre los temas en el orden del día
- Compromiso de someter las controversias a la Cámara de Arbitraje de Novo Mercado del BM&FBOVESPA
- Certificación de los controles internos por parte del director ejecutivo, el director financiero y los auditores independientes — de conformidad con la Ley Sarbanes-Oxley

Fuente: Directivas de Gobierno Corporativo de CPFL Energía (www.cpfl.com.br/)

Ferreiros se centra en la conducta empresarial y la responsabilidad

En el Perú, **Ferreiros** decidió abocarse a fijar reglas de conducta empresarial y definir a los responsables de lograr los objetivos. Los líderes de la empresa basaron su código de conducta en la seriedad y la transparencia, la igualdad, la excelencia del servicio, el liderazgo de mercado, la calidad de los productos y un clima organizacional óptimo.

A partir de este trabajo, obtuvieron un documento con las siguientes características:

- Contiene varios capítulos:
 - Código de conducta hacia la sociedad
 - Código de conducta para la empresa — rige para los empleados y otras partes interesadas internas
 - Código de conducta hacia terceros
- Aborda aspectos referidos a la divulgación de información
- Garantiza el cumplimiento de las obligaciones derivadas del registro de valores en el registro público del mercado de valores: las normas disponen los procedimientos internos que permiten al agente de bolsa de la empresa informar datos importantes al mercado dentro de los plazos exigidos

- Establece las políticas para negociar acciones de la empresa: detalla las obligaciones y los procedimientos que deben cumplir los directores, funcionarios, empleados y asesores que manejan información privilegiada.
- Prohíbe el mal uso o la divulgación no autorizada de información interna y, como consecuencia, penaliza el abuso de información privilegiada

Ferreiros envía el documento a todos los consultores que prestan servicios a la empresa y que, por lo tanto, tienen acceso a información privilegiada. Así, el código les recuerda que no pueden transmitir esta información ni utilizarla en beneficio propio para la compra o la venta de acciones de la empresa.

Los “principios de relación” de Natura

En Brasil, **Natura** descubrió que las estrategias adoptadas por otras empresas no se adaptaban totalmente a su cultura corporativa.

A fines de 2005, cuando la empresa concluyó su proceso de planificación estratégica, los líderes pusieron en marcha dos proyectos que llevaban varios años de gestación: redactar un código de ética y crear un canal de diálogo (una oficina del ombudsman) que garantizara la conformidad de todas las partes interesadas con el nuevo código.

Al principio, se orientaron hacia un formato similar a los códigos de conducta de tantas otras organizaciones. Sin embargo, a medida que los debates del directorio ganaban profundidad, los miembros se daban cuenta de que querían un texto que contuviera, no sólo el contenido recomendado en otros códigos, sino también algo que reflejara el estilo propio de Natura.

El resultado: *Principios de Relación de Natura*, un código inspirado en la misión principal de la empresa, con directrices para la elaboración de políticas. Reafirma las creencias, la razón de ser y la misión de la empresa de forma concreta. Constituye una guía para el giro diario de las actividades de la empresa y la formalización de compromisos y expectativas de todos los sectores.

El primer paso, era explicar a los líderes de Natura cómo las nuevas directrices complementan la documentación existente. En este proceso, el grupo reafirmó que la calidad de las relaciones no se basa en normas, sino en la ética, la transparencia, los valores humanos y el beneficio de todas las partes interesadas.

El siguiente desafío era garantizar que las diferentes partes implicadas (el directorio, la alta gerencia, los analistas de valores, los coordinadores y el equipo operativo) estuvieran dispuestas a ayudar en la preparación y la aprobación del texto, asegurándose de que la redacción fuera simple y fácil de entender.

La participación de muchas partes en la validación del texto exigió tiempo y habilidad para conciliar los posibles conflictos de interés y para comprobar la capacidad de la empresa de materializar los conceptos teóricos que se había comprometido a cumplir. Sin embargo, la iniciativa fue crítica: contribuyó a aclarar el contenido, a asegurar su adecuación a las diferentes audiencias y a lograr el compromiso intelectual y emocional de todos los involucrados, que las tomaron como verdaderas directrices de la organización.

Hasta ahora, sólo se han formalizado los principios relacionados con los empleados y los representantes comerciales. La empresa continuará insistiendo en los compromisos y las expectativas respecto de consultores, proveedores, comunidades y consumidores, entre otros.



Ejemplo: Natura

Natura crea una oficina del ombudsman

Los líderes de Natura crearon la oficina del ombudsman para abrir un canal de diálogo adicional que ayude a mejorar la calidad de las relaciones con todas las partes interesadas.

Fundada sobre la premisa de una estricta imparcialidad, la oficina garantiza el anonimato de quienes la contacten. Cuenta con procedimientos diversos que se adecuan a la naturaleza de los reclamos —técnicos o de conducta— y exige la participación del comité de ética del directorio en la deliberación de asuntos importantes. Este comité, encabezado por el director ejecutivo de Natura, es el principal promotor de la ética en la organización. El comité garantiza el cumplimiento de los Principios de Relación y propone al directorio mejoras en la documentación.

Además, la oficina debe revisar la implementación de los Principios de Relación partiendo del análisis de los reclamos y pedidos recibidos a través de los diversos canales de comunicación con que cuenta la empresa. El análisis permite a la oficina extraer lecciones útiles, responder a todas las partes involucradas y hacer recomendaciones sobre posibles mejoras en la implementación de los principios.

El código del Grupo Suzano se aplica a todas las empresas

En junio de 2006, el **Grupo Suzano** publicó su código de conducta, que se aplica a todas sus empresas. El código incluye directrices y normas de conducta para todo el personal del Grupo Suzano. Da carácter oficial a las prácticas y los valores que han integrado el giro diario de la empresa desde hace más de 80 años, y reafirma su compromiso con los mercados de capitales. Subraya los valores fundamentales de la empresa: la atribución de valor al personal, el desarrollo sostenible y la insistencia en los principios éticos que guían la conducta empresarial en todo el grupo.

Al igual que otras empresas analizadas en esta sección, Suzano considera que su código es un instrumento importante para infundir confianza en el mercado, mostrando su compromiso con los principios éticos.

No obstante, los líderes de la empresa comprendieron que debían publicar el código en el momento oportuno, respetando las dinámicas internas y priorizando la armonización necesaria para lograr el compromiso. A pesar de que algunas de las directrices del código ya integraban las prácticas de la empresa, el alineamiento de principios entre todas las empresas llevó cierto tiempo.

Para tener en cuenta

1. Una vez que haya desarrollado y consensuado políticas de gobierno corporativo, es igualmente importante que las comunique de manera adecuada a toda la empresa.
2. Cree un organismo corporativo apropiado para la supervisión continua. Esto garantizará el cumplimiento de los principios y las reglas del código o las pautas de gobierno corporativo.
3. Este mismo organismo puede aclarar las dudas planteadas por empleados, accionistas y demás interesados.

2 Desempeño del directorio y relación con la gerencia ejecutiva

2.1 El directorio: máquina de gobierno

El directorio es el núcleo del gobierno corporativo en una organización constituida como una sociedad moderna. Es el órgano que da forma y moldea el resto de las estructuras y prácticas de gobierno, evaluando los resultados y supervisando la eficacia. Es el foro donde se debaten y deciden los asuntos y estrategias de mayor relevancia.



Mejores prácticas

Los Principios de Gobierno Corporativo de la OCDE establecen que: “El marco para el gobierno corporativo deberá garantizar la orientación estratégica de la empresa, el control efectivo de la dirección ejecutiva por parte del directorio y la responsabilidad de éste frente a la empresa y los accionistas.”³⁰

El directorio es el órgano que define las estrategias de la empresa, designa a los responsables de implementarlas e identifica a las personas que supervisarán y controlarán el desempeño gerencial. La misión del directorio es salvaguardar y agregar valor al capital de la empresa y maximizar el rendimiento de las inversiones para todos los accionistas.

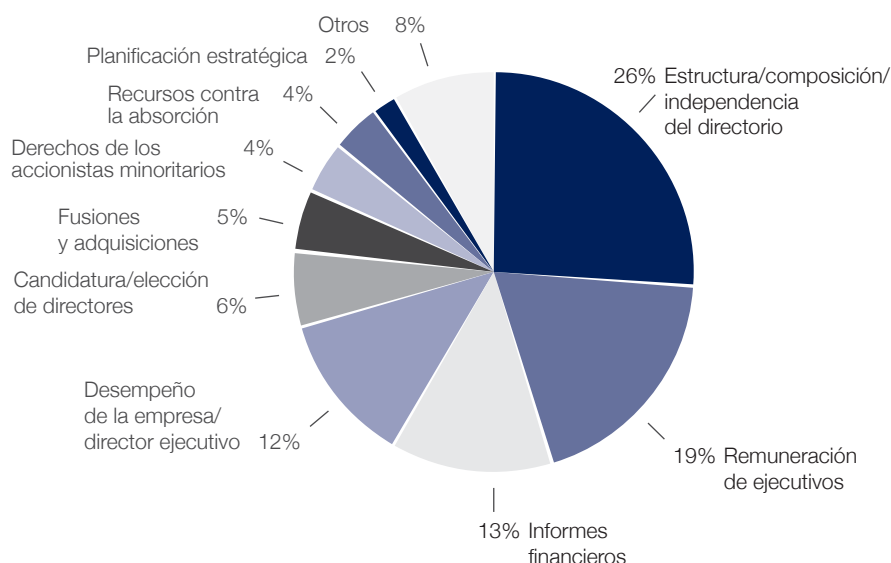
Los escándalos corporativos que ocurrieron al principio de esta década y nuevamente tras la reciente crisis financiera, han puesto al directorio en el centro de atención. ¿Por qué los directores de esas empresas no vieron o no previnieron los desastres que generaron pérdidas enormes para los accionistas y los demás interesados?

El temor que aquejó a los mercados, ha incrementado la demanda de directorios más sólidos, especialmente entre los inversores. En 2006, Institutional Shareholder Services, una sociedad estadounidense totalmente controlada por RiskMetrics Group, Inc., que se especializa en servicios de consultoría para accionistas, realizó una encuesta sobre este tema. Se encuestó a 322 inversores institucionales de todo el mundo, que identificaron la mejora del directorio como una de sus principales prioridades. La encuesta formulaba una serie de preguntas destinadas a entender los aspectos específicos que, a criterio de los inversores, serán los más importantes en los años venideros. Como ilustra la Figura 4.1, hubo una gran similitud entre las respuestas de los distintos inversores.

³⁰ OCDE, Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos (2004). Principios de Gobierno Corporativo. Disponible en: <http://www.oecd.org/DATAOECD/32/18/31557724.pdf>.

Figura 4.1 Estudio global sobre inversores institucionales de 2006 realizado por ISS (filial de RiskMetrics Group)

Aspectos de gobierno corporativo de mayor importancia a corto plazo
(Muestra total n = 322)



Fuente: RiskMetrics Group, Inc.

La encuesta interpreta el punto de vista de los inversores institucionales y revela que, para ellos, la mejora de los directorios consta de varios elementos:

- El proceso para presentar la candidatura de los directores y su elección debe garantizar la independencia y la combinación adecuada de habilidades y aptitudes
- Independencia del directorio en su conjunto y de sus comités clave
- Responsabilidad del directorio
- Respuesta del directorio a los accionistas

Existe un concepto ampliamente aceptado, que reconoce que una de las funciones principales del directorio es aprobar la misión y la visión de la empresa (la definición de la filosofía corporativa y sus perspectivas de desarrollo estratégico). El directorio participa del proceso de toma de decisiones estratégicas y apoya a la gerencia en la definición de la estrategia. Además de garantizar la implementación de un plan estratégico bien definido, el directorio debería supervisar y analizar, junto a la gerencia, las oportunidades para introducir mejoras a lo largo del proceso. Los conocimientos del directorio deberían mejorar la calidad de las propuestas estratégicas y ayudar a seleccionar la mejor alternativa entre las diferentes opciones posibles presentadas por la gerencia. Está claro que una profunda intervención en la estrategia corporativa es un aporte valioso del directorio. Esta función fiscalizadora del directorio ha sido expresada con gran claridad en la Anotación al Principio VI de los Principios de Gobierno Corporativo de la OCDE, que copiamos a continuación:³¹

³¹ OCDE, Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos (2004). Principios de Gobierno Corporativo. Disponibles en: <http://www.oecd.org/DATAOECED/32/18/31557724.pdf>. Para acceder a ejemplos más concretos sobre la función y el rol consultivo del directorio, ver OCDE, Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos (2008). Using the OECD principles of good governance: a board perspective (*Aplicando los principios de buen gobierno corporativo de la OCDE: perspectiva del directorio*). Disponible en: <http://www.oecd.org/dataoecd/20/60/40823806.pdf>.



Mejores prácticas

Además de guiar la estrategia empresarial, el directorio debe supervisar el desempeño gerencial y obtener un rendimiento adecuado para los accionistas, evitando conflictos y equilibrando intereses. Para cumplir con sus responsabilidades eficazmente, el directorio debe poder emitir juicios objetivos e independientes. Otra de sus responsabilidades importantes, es la supervisión de los sistemas diseñados para garantizar el cumplimiento de la legislación imperante, incluidas las leyes tributarias, de competencia, laborales, ambientales, de igualdad de oportunidades, sanitarias y de seguridad. En algunos países, las empresas prefieren articular y definir expresamente las responsabilidades del directorio y las de la gerencia.

CPFL Energía organiza reuniones de estrategia

En **CPFL Energía**, los miembros del directorio trabajan con los ejecutivos analizando y profundizando su comprensión colectiva de las estrategias corporativas a largo plazo. Estas reuniones de estrategia están organizadas y mediadas por consultores externos, con el fin de permitir que el directorio y la gerencia se concentren totalmente en los asuntos relevantes. Además, se organizan talleres para discutir el contexto externo y profundizar el diálogo sobre este tipo de estrategias.

2.2 Composición del directorio: tamaño, experiencia y combinación de habilidades

La composición del directorio debe ayudar a crear un entorno propicio para que este importante órgano de decisión ejerza adecuadamente su función y agregue valor a la empresa y a todos sus accionistas. La efectividad del directorio se basa en varios elementos: el número de miembros, su diversidad y experiencia, sus habilidades y conocimientos, y su capacidad de cuestionar de manera independiente a la gerencia y de ofrecer asesoramiento estratégico sobre la conducción de la empresa.

- **Tamaño:** En un estudio comparativo³² de 30 documentos y códigos de gobierno corporativo de 22 países, sólo dos de ellos³³ indican que el número ideal de miembros del directorio es entre 5 y 10. Cada empresa debe decidir la cifra que más se adecue a sus circunstancias, sabiendo que no debe ser excesiva ni insuficiente, ya que ambos casos obstaculizarían la eficiencia y la eficacia de los procesos de decisión.
- **Experiencia y habilidades:** Un aspecto crucial de la composición del directorio es seleccionar a miembros que combinen adecuadamente experiencia y habilidades específicas. La diversidad enriquecerá los conocimientos, la visión estratégica y el juicio del directorio para el adecuado desempeño de sus responsabilidades.

³² GREGORY, H. J. (2007). International comparison of selected corporate governance guidelines and codes of best practice. New York: Weil, Gotshal and Manges.

³³ IBGC, Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (2003). Código das Melhores Práticas de Governança Corporativa. Tercera edición. Disponible en: www.ibgc.org y CVM — Comissão de Valores Mobiliários — Recomendaciones.



Para tener en cuenta

Analice cuidadosamente la composición de su directorio. Para cumplir sus funciones, el directorio debe contar con una combinación adecuada de habilidades, experiencia y antecedentes. Considere también la necesidad de formar comités dentro del directorio.

En promedio, los directorios de las empresas miembro del Círculo de Empresas, tienen ocho integrantes. Los miembros insisten en que en la composición de sus directorios busca garantizar la diversidad y el equilibrio de habilidades, experiencias y conocimientos sobre distintos sectores para responder a los requerimientos del negocio.

“... Es importante que los miembros del directorio comprendan que su función es votar según los intereses de la empresa y no de un grupo particular al que puedan representar. Con este propósito, el directorio debe estar integrado por personas con experiencia en diferentes disciplinas como la contabilidad, las finanzas y la política.”

— **Alberto Benavides de la Quintana,**
Buenaventura, Presidente del Directorio



Diversidad en el directorio

En virtud de su estatuto y de la legislación aplicable a las empresas peruanas, el directorio de **Buenaventura** es responsable de las decisiones sobre la política y la dirección general de la empresa, entre otros asuntos corporativos. Está compuesto por siete miembros. Los directores son nombrados por períodos de tres años en la asamblea anual de accionistas y se eligen en función de las recomendaciones del comité de nombramientos.

Este comité define el perfil de los directores en función del papel que deban desempeñar, teniendo en cuenta su nacionalidad, experiencia profesional y trayectoria.

La empresa ha tenido algunas dificultades para atraer a candidatos extranjeros para que ocupen el cargo, debido a la incertidumbre geográfica y política del Perú, y a la necesidad de que los directores asistan a todas las reuniones. No obstante, siempre han contado con miembros extranjeros — la empresa cree que la interacción de diferentes culturas mejorará su capacidad para competir internacionalmente y contribuirá a aumentar el valor para los accionistas.

2.3 Independencia de los directores

Además de contar con un número adecuado de miembros debidamente capacitados, las mejores prácticas de gobierno determinan que los directores “deben ser capaces de emitir juicios objetivos e independientes sobre los asuntos societarios”.³⁴

Este tipo de directores, puede contribuir significativamente a las decisiones corporativas importantes, especialmente en lo relativo a evaluar el desempeño ejecutivo, determinar la remuneración de ejecutivos y miembros del directorio, revisar estados contables y manejar otras situaciones sensibles a los conflictos de interés. Esta independencia hace que los inversores confíen más en la imparcialidad de las deliberaciones del directorio.

¿Cómo garantizar la imparcialidad y la objetividad del directorio?

En muchos países, las directrices para un mejor gobierno corporativo abogan por la incorporación de los llamados “directores independientes”. La expresión ha sido definida en varios códigos de buenas prácticas, en los requerimientos de los mercados de valores y en recomendaciones de organizaciones internacionales. Cada definición posee ventajas y desventajas y está adaptada a mercados específicos. La IFC utiliza una definición que puede aplicarse de manera más general que se basa en una perspectiva global de la organización.³⁵

En los mercados dominados por empresas de propiedad dispersa y gerentes con amplias facultades, la independencia se define principalmente en relación con la alta gerencia o los directores no ejecutivos.

El contexto latinoamericano presenta algunas diferencias. En los países donde predomina la concentración de la propiedad, la independencia se define respecto de los accionistas mayoritarios, que suelen ser también los gerentes de mayor jerarquía. La presencia de representantes de los accionistas mayoritarios en cargos de poder importantes dentro de la organización, es motivo de preocupación para los inversores externos. Temen la concentración de poder por dos razones:

- › Existe el riesgo de que la toma de decisiones se concentre en manos de algunas personas que tienen en cuenta sus propios intereses
- › Existe el riesgo de que se abuse de los derechos de inversores externos

Por esto, los inversores valoran la presencia de directores que se desempeñen con independencia de los accionistas mayoritarios y de la gerencia.

La información proveniente de Estados Unidos y Europa, indica que cada vez más empresas incorporan miembros no ejecutivos o independientes a sus directorios.

Según un estudio sobre prácticas de gobierno corporativo publicado en marzo de 2006 por The Business Roundtable, una organización influyente de ejecutivos estadounidenses, el 85% de las empresas estadounidenses líderes, señala que al menos el 80% de los miembros de sus directorios son independientes. Estas conclusiones han sido confirmadas por la investigación de la empresa cazatalentos Spencer Stuart.³⁶ Este estudio de empresas que cotizaban en el índice S&P 500 en 2006, reveló que el 81% de los directores eran independientes.

³⁴ OCDE, Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos (2004). Principios de Gobierno Corporativo. Disponible en: <http://www.oecd.org/DATAOECD/32/18/31557724.pdf>.

³⁵ Ver la definición de *director independiente* del Anexo 4, Corporación Financiera Internacional, 2009.

³⁶ SPENCER STUART. (2006). The changing profile of directors: Spencer Stuart Board Index.

En Europa, donde la atención también recae sobre los miembros que no desempeñan una función ejecutiva —los denominados “miembros no ejecutivos”—, las encuestas indican que muchos presidentes de directorios abogan por aumentar la proporción de esta clase de miembros (el 70% de calificó este aspecto de valioso o muy valioso³⁷).

En el contexto latinoamericano, es mucho más inusual que los directorios cuenten con una mayoría de miembros con independencia, tanto de los accionistas mayoritarios como de la gerencia. Esto se debe a que, en general, los accionistas mayoritarios pueden elegir, como mínimo, a la mayoría de los miembros con sus votos.

En la mayoría de los países latinoamericanos (Argentina, Brasil, Colombia y Perú), la independencia de los miembros se define en función de la relación con los accionistas mayoritarios o la gerencia, no por quién los vota. Sus requerimientos normativos y de cotización pretenden garantizar un número mínimo de miembros independientes, para que puedan desempeñar un papel influyente en el directorio. Estos requerimientos también garantizan que los miembros independientes tengan una participación importante en los subcomités del directorio — en materia de auditorías, remuneración, gobierno corporativo o conflictos de interés (ej. transacciones entre partes vinculadas).

Por ejemplo, las normas especiales de gobierno corporativo para cotizar en el BM&FBOVESPA exigen que el 20%, como mínimo, de los miembros del directorio sean independientes. Otros países latinoamericanos tienen requerimientos similares o menos restrictivos al respecto.

Los miembros del Círculo de Empresas, y sus líderes, comprenden claramente la importancia de la independencia del directorio: en promedio, el 40% de los miembros de sus directorios son independientes.

“... Las empresas familiares tienen derecho a mantener el control privado. Sin embargo, contar con profesionales independientes y de renombre en el directorio proporciona el equilibrio adecuado entre la familia y los negocios, garantizando la continuidad de la empresa.”

— **Roque Benavides**, Buenaventura, Director Ejecutivo



³⁷ RUSSEL REYNOLDS ASSOCIATES. (2006). Governance for good or ill. Europe's Chairmen Report.

Éstos son algunos ejemplos de prácticas corporativas:

- › Aunque **Buenaventura** cotiza en el mercado de valores, la familia fundadora todavía mantiene un control considerable de la propiedad de la empresa. Sin embargo, la empresa sigue valorando la presencia de cinco miembros independientes en un directorio de siete personas.
- › El directorio de **CPFL Energía** está compuesto por siete miembros, todos ellos no ejecutivos. Los accionistas mayoritarios designan a seis de los miembros y sus suplentes, y uno de ellos es independiente de conformidad con el reglamento de Novo Mercado del BM&FBOVESPA.³⁸ El directorio ha creado un sistema eficiente para manejar toda la información recibida de la gerencia y ha realizado los ajustes necesarios para mantener el curso, optimizando la estructura en el proceso.
- › Durante muchos años, **Ferreiros** tuvo dos directores independientes. En las elecciones de 2005, se sumaron al directorio tres miembros independientes, elegidos por gerentes de fondos de pensiones. Hoy, el directorio cuenta con cuatro directores independientes. Como se señaló anteriormente en este capítulo, los directores independientes participan de todos los comités del directorio.

Está claro que los directores independientes pueden contribuir sustancialmente a las decisiones importantes de la empresa, especialmente a la hora de evaluar el desempeño gerencial, establecer la remuneración de ejecutivos y miembros del directorio, revisar estados contables y resolver conflictos de interés. La inclusión de estos hace que los inversores confíen más en la imparcialidad de las deliberaciones del directorio.



Para tener en cuenta

Si en un país existen varias definiciones de “director independiente”, cada empresa deberá investigar específicamente cuál es la definición que se usa habitualmente en el mercado en que opera y cotiza. Una vez seleccionada la definición, se debe divulgar públicamente para que los inversores evalúen las políticas de la empresa en la materia.



2.4 Comités especializados: análisis en profundidad

A medida que aumenta la complejidad del entorno comercial, aumentan las exigencias y las responsabilidades del directorio y sus miembros. Los directorios deberán especializarse cada vez más en los asuntos que le competen. Muchos directorios han optado por crear grupos más reducidos de miembros con conocimientos y experiencias específicos: comités del directorio.

Los comités contribuyen a mejorar la eficacia del directorio, permitiendo la supervisión y un análisis pormenorizado de determinados sectores. Los directorios pueden optar por comités centrados en áreas de interés para la empresa o el directorio. En concreto, los comités:

- › Permiten al directorio abordar eficientemente un mayor número de asuntos complejos, permitiendo que los especialistas se centren en temas específicos y ofrezcan un análisis detallado al directorio
- › Permiten al directorio desarrollar una pericia temática sobre las operaciones de la empresa, sobre todo en relación con las cuentas, el riesgo y los controles internos

³⁸ Las normas del Novo Mercado requieren que el 20 por ciento del directorio esté integrado por directores independientes.

- › Mejoran la objetividad y la independencia del directorio, salvaguardándolo de posibles influencias indebidas de gerentes o accionistas mayoritarios

Los miembros del Círculo de Empresas han adoptado diferentes estrategias con respecto a la estructura de los comités y la división de tareas.

Argos:

Todos los miembros independientes del directorio de **Argos** participan activamente en el comité de auditoría, que se reúne trimestralmente y mantiene estrechas relaciones con los auditores de la empresa. Este comité ha mejorado con el tiempo y se está volviendo más activo, haciendo recomendaciones específicas y fáciles de implementar. Existen otros dos comités directivos, el Comité de Remuneración y Desarrollo y el Comité de Asuntos del Directorio, que se reúnen con menos frecuencia, ya que se ocupan de establecer políticas y normas generales de funcionamiento. “Nuestra experiencia con los comités directivos ha sido muy positiva”, señalan los líderes de la empresa.

Buenaventura:

La empresa creó su comité de auditoría —integrado por tres directores independientes— al año de cumplir con las normas de la Comisión Nacional de Valores estadounidense (la SEC, por sus siglas en inglés). Este comité debe asistir al directorio en la designación de auditores independientes y revisar el alcance de las auditorías internas y externas. El comité de auditoría también revisa los sistemas de control internos y los estados contables trimestrales y anuales presentados a la Comisión Nacional Supervisora de Empresas y Valores, el Mercado de Valores de Lima y la SEC. El directorio debe garantizar que el comité esté encabezado por un experto en finanzas y que todos sus miembros sean independientes. Además, la empresa creó comités de remuneración y gobierno corporativo, para garantizar la calidad y la imparcialidad del escrutinio de ambas actividades y para atender la visión de todos los miembros del directorio. Aunque los comités están integrados por los mismos miembros, cada uno se rige por normas específicas plasmadas en su acta de formación y celebran sus reuniones por separado.

- › El Comité de Remuneración debe evaluar el desempeño ejecutivo, aprobar la remuneración de los altos ejecutivos (incluyendo al director ejecutivo de la empresa) y aprobar todos los planes de compensación mediante opciones para la compra de acciones.
- › El Comité de Nombramientos y Gobierno Corporativo debe preparar propuestas para las asambleas ordinarias de accionistas relacionadas con la composición del directorio, y abordar los asuntos referidos a los honorarios de los miembros que deban ser aprobados por los accionistas. Asimismo, el comité supervisa los asuntos y las prácticas relacionadas con el gobierno corporativo y propone las medidas de acción necesarias.

CPFL Energía:

Según los líderes de la empresa, **CPFL Energía** ha transformado profundamente su experiencia con los comités de directorio. Hasta hace poco, había siete comités con un total de 37 miembros. En 2006, estos grupos se disolvieron y sus responsabilidades se distribuyeron entre tres nuevos comités consultivos permanentes, con sólo nueve miembros en total. Los comités no están facultados para tomar decisiones y sus recomendaciones no son obligatorias para el directorio. El coordinador de cada comité es responsable de presentar un informe de las actividades en las reuniones mensuales del directorio.

ISA:

Los tres comités del directorio de la empresa, están integrados por una combinación interesante de miembros independientes y no independientes.

- El comité de auditoría cuenta con cinco miembros independientes, se reúne trimestralmente e interactúa estrechamente con los auditores de la empresa y las dependencias gubernamentales — debido a la combinación de capital público y privado de ISA.
- De los seis miembros del Comité de Nuevos Negocios, cuatro son independientes y dos representan al accionista mayoritario, la República de Colombia. Este activo comité se reúne cada vez que surge una oportunidad comercial. Definen y supervisan la estrategia de crecimiento de la empresa en Colombia y en otros países latinoamericanos donde opera.
- De los cuatro miembros del Comité de Asuntos del Directorio, dos son independientes y dos representan al accionista mayoritario. Este comité supervisa aspectos relacionados con sueldos, desarrollo de recursos humanos, nombramientos, gobierno corporativo, políticas laborales y demás asuntos generales.

Relación entre comités de auditoría y otros órganos especiales. Las empresas latinoamericanas deben prestar atención a un aspecto adicional: la relación entre los comités de auditoría del directorio y otras organizaciones dispuestas por ley que supervisan las prácticas financieras y contables de la empresa. Estas estructuras especiales, que existen en varios países latinoamericanos, toman tareas del directorio cumpliendo funciones similares a las de un comité de auditoría, con la aprobación preliminar de los estados contables anuales de la empresa. Estas organizaciones reciben diferentes nombres según su país de origen: en Brasil³⁹ se denominan consejos fiscales; en México se conocen como comisarios⁴⁰ y en Colombia como revisores fiscales.⁴¹ La existencia de estos organismos puede plantear dificultades, ya que deberán coexistir con los comités de auditoría. El ejemplo de **NET** demuestra modos de resolver los problemas que podrían surgir de esta situación.

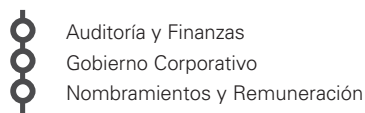
³⁹ En Brasil, los consejos fiscales son órganos facultativos de la empresa. Su objetivo es supervisar el accionar de los órganos administrativos de la empresa y dar su opinión a los propietarios sobre determinados asuntos. Los consejos funcionan con independencia de la gerencia y de los auditores externos — los miembros son elegidos directamente por los accionistas en sus asambleas. La función principal del consejo es controlar las actividades de la gerencia, revisar los estados contables de cada ejercicio fiscal y presentar un informe formal a los accionistas. Por otra parte, los comités de auditoría están integrados por miembros del directorio y tienen más responsabilidades que el consejo fiscal. Varios códigos y participantes del mercado, han expresado su preferencia por los comités de auditoría, ya que tienden a ser órganos más sólidos y permanentes que manejan su propio presupuesto y que poseen mayores facultades (por ejemplo, para determinar quién será contratado como auditor independiente). Entre las principales tareas del comité de auditoría, se encuentran: analizar detalladamente los estados contables; contribuir al control financiero y a lograr un mayor nivel de responsabilidad; garantizar que la gerencia desarrolle y adhiera adecuadamente a controles internos sólidos; garantizar que los departamentos internos de auditoría de la empresa cumplan debidamente sus funciones; y que los auditores independientes de la empresa evalúen y controlen el accionar de los departamentos de gestión y de auditoría interna. Según el Código de Mejores Prácticas del Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (el IBGC), el consejo fiscal no reemplaza al comité de auditoría, ya que el último es una herramienta de control por medio de la cual los directores delegan funciones, mientras que el consejo fiscal es una herramienta de control, cuyas funciones son definidas directamente por los propietarios. Según el código del Instituto, cuando ambos operan simultáneamente, puede haber una cierta superposición de funciones, por lo que los órganos deberían coordinar sus actividades.

⁴⁰ En México, el comisario solo puede ser destituido si la empresa adopta el formato de la SAPI (empresa privada de pocos accionistas o Sociedad Anónima Promotora de Inversión), y designa a un comité de auditoría. Sin embargo, la empresa puede optar por conservar el comisario, junto con el comité de auditoría.

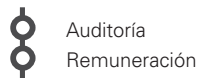
⁴¹ El revisor fiscal cumple las mismas funciones de un auditor externo y no reemplaza la función del comité de auditoría.

Gráfico 4.2 Comités del directorio de los miembros del Círculo de Empresas

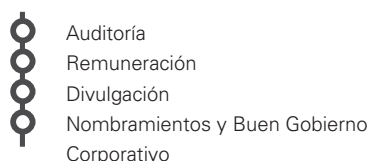
Argos



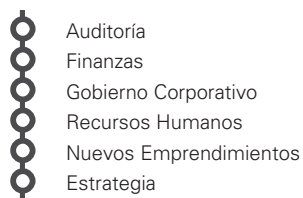
Atlas



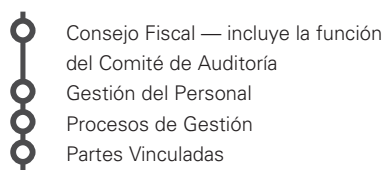
Buenaventura



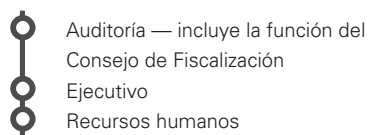
CCR



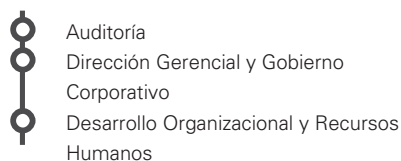
CPFL Energía



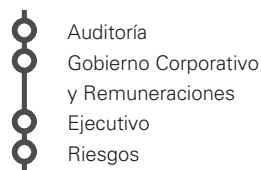
Embraer



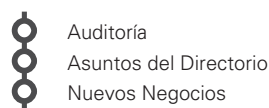
Ferreyros



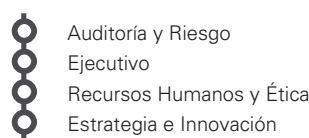
Homex



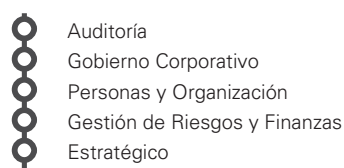
ISA



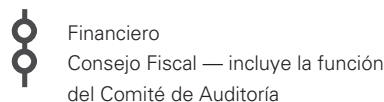
Marcopolo



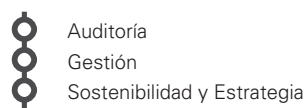
Natura



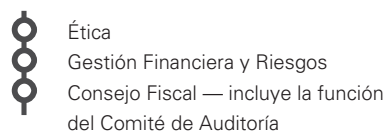
NET



Suzano



Ultrapar



Ejemplo: NET

Consejo Fiscal vs. Comité de Auditoría: Más allá de las Normas

Al ser una empresa brasileña, NET se enfrentó con un problema delicado: la coexistencia de consejos fiscales y comités de auditoría.

La legislación corporativa de Brasil ordena la creación un consejo fiscal a pedido de los accionistas con un criterio definido. La empresa debía decidir entre mantener su comité de auditoría — que posee una carga de responsabilidades mayor al consejo fiscal y una relación más directa con el directorio —o ampliar el alcance de su consejo fiscal— lo que se conoce popularmente con un consejo fiscal “turbinado” o “refinado”.

Los líderes de la empresa reconocen que fue una decisión difícil.

Desde el principio, NET se dio cuenta de que no debía mantener ambas estructuras. La razón: la existencia de ambas generaría costos innecesarios y duplicaría el tiempo de las reuniones. También podría haber una superposición de responsabilidades, aumentando el riesgo de decisiones contradictorias.

El equipo de NET buscó el asesoramiento de otras empresas que operaban con ambos órganos. Estas empresas señalaron que, en la práctica, uno de los órganos terminaba siendo considerablemente más fuerte que el otro. La situación podría provocar un desperdicio de recursos y dificultar la atracción de los mejores candidatos para integrar el comité/consejo.

NET se resiste a la tendencia brasileña refinando su consejo fiscal

En un momento, en Brasil, las tendencias se inclinaron a tener un comité de auditoría y no un consejo fiscal. Sin embargo, la SEC se pronunció a favor de un grupo brasileño que proponía conservar el consejo fiscal para cumplir con el requerimiento de la SEC de establecer comités de auditoría en Brasil. Mientras tanto, muchas de las principales empresas que cotizaban en bolsa en Brasil, ya habían creado comités de auditoría con mayores responsabilidades y competencias que las de los consejos fiscales exigidos por ley.

Finalmente, la empresa optó por un consejo fiscal “turbinado”.

Para minimizar la duplicación de funciones, los accionistas decidieron que el consejo también actuara como comité de auditoría. Sería totalmente independiente, colaboraría estrechamente con el directorio y tendría más responsabilidades que un consejo fiscal común.

Implementación asistida por consultores

La empresa —no el directorio— contrató a una consultora de gran trayectoria en el mercado. Los consultores dirigieron todo el proceso con independencia y precisión técnica. Empezaron por definir la misión, la función y los reglamentos internos del consejo fiscal. El proceso culminó con la fijación de la remuneración y la contratación de los miembros del consejo fiscal.

Paralelamente, el directorio designó a uno de sus miembros como enlace permanente entre los dos órganos, para poder coordinar, entender e implementar las decisiones oportunas y eficientemente. Así, el trabajo se realiza en estrecha colaboración, sin duplicaciones. Además, el directorio aprovecha cada vez más las ventajas de recurrir a las habilidades del consejo fiscal en temas y debates diversos.



Para tener en cuenta

Si bien esta experiencia pertenece al entorno del mercado brasileño, puede ayudarlo al considerar distintas opciones para la adopción de buenas prácticas, especialmente si, como NET, su empresa es una pionera del campo.

2.5 Procedimientos del directorio

El número de miembros, la diversidad de experiencias y conocimientos, los procesos y la dinámica operativa, son todos elementos que forjan la eficiencia del directorio.

Con frecuencia, la eficacia del directorio depende de la organización de sus operaciones: las reuniones. Entre los elementos clave para organizar y celebrar reuniones eficientes, encontramos:

- › Orden del día claramente definido
- › Material completo que permita al directorio tomar decisiones fundadas
- › Convocatoria previa
- › Presencia del secretario de la empresa
- › Reglas claras sobre los procedimientos de reunión

En general, las empresas prefieren que el puesto de director sea ocupado por una persona destacada. Sin embargo, puede que no tengan una comprensión plena de las altas exigencias de tiempo que ya aquejan a estas personas. Integrar un directorio exige mucha dedicación: los directores deben leer la documentación pertinente antes de cada reunión, aprender sobre el negocio y comprender los detalles operativos, las fuerzas del mercado y las perspectivas a futuro.



Para tener en cuenta

Al elegir sus directores, contemple su disponibilidad. La función del director trasciende las reuniones. Para aprovechar el tiempo de reunión, deben dedicar varias horas a su preparación e instrucción. Integrar el directorio conlleva un compromiso considerable de tiempo.

El tiempo que cada director dedica a esta actividad varía considerablemente en función del tamaño y la complejidad del negocio de la empresa, su fase de desarrollo y el nivel de participación en los diferentes comités. Incluso dentro de un mismo directorio, la carga de trabajo de cada miembro puede variar según la distribución de las responsabilidades.

La convocatoria previa acelera la toma de decisiones. Eliminar elementos rutinarios del orden día enviando la información con antelación y administrando el debate, permite que haya más tiempo para abordar temas importantes y vitales para los intereses a largo plazo de la empresa.

Algunos directorios dedican un día entero a temas de estrategia y desarrollo de políticas, un enfoque que ha resultado eficaz. Al pasar más tiempo juntos y concentrarse en un único tema clave, los directores pueden profundizar en los asuntos que exigen más debate y reflexión colectiva. Esto también contribuye a uno de los objetivos del directorio y la gerencia: desarrollar una relación constructiva.

A veces, los directorios incluyen tantos puntos en el orden del día, que las reuniones consumen demasiado tiempo, haciéndose largas y tediosas. Hay formas de evitar esto — o de revertir la tendencia si la situación se está saliendo de control.

CPFL optimiza las reuniones del directorio

En sus reuniones de directorio, **CPFL Energía** siempre ha intentado presentar la información importante enmarcada contextualmente y comunicando efectivamente los puntos de vista de los ejecutivos sobre cada tema. Así es como optimizó sus reuniones:

- La empresa emprendió un estudio de los temas del orden del día, observando los datos de las reuniones celebradas entre febrero de 2003 y marzo de 2006. Los temas se clasificaron en 21 grupos —según respuestael asunto de que trataban— y se dividieron en tres categorías — según el tipo de aporte que debía hacer el directorio: temas que exigían la toma de decisiones, asuntos que requerían un simple seguimiento y aspectos meramente informativos.
- El estudio analizó un total de 665 temas, abordados en reuniones del directorio o los comités.⁴² Se observó que el 28% de los asuntos no requerían mayor debate, el 20% requería un simple seguimiento y el 37% aún requería mayor debate y decisión.
- Los resultados del estudio se utilizaron para redactar un nuevo modelo de orden del día: CPFL Energía pudo eliminar el 43% de los temas que eran tratados en las reuniones. Ahora se tratan sólo 378 temas. Los directores reciben la documentación con nueve días de antelación, mediante un portal de intranet. Esto les ayuda a prepararse para las reuniones, aclarar dudas y formular preguntas a los responsables anticipadamente.



2.6 Evaluaciones de desempeño, fundamentales para mejorar el directorio

Es aconsejable seguir las buenas prácticas referidas a la composición, la estructura y los procedimientos del directorio. Sin embargo, estas medidas no garantizan por sí solas la mejora del directorio.

También debe haber un desarrollo continuo de los miembros. Esto es esencial para responder la creciente demanda y la complejidad del mundo empresarial. Desarrollo significa aumentar el flujo de información y el conocimiento técnico, además del liderazgo y las habilidades interpersonales.



Mejores prácticas

Los Principios de Gobierno Corporativo de la OCDE establecen que: “El marco para el gobierno corporativo deberá garantizar la orientación estratégica de la empresa, el control efectivo de la dirección ejecutiva por parte del directorio y la responsabilidad de éste frente a la empresa y los accionistas”

⁴² El Capítulo 6 presenta más información sobre la revisión de las funciones del directorio, realizada por CPFL Energía.

Esto ha sido verificado por los resultados del estudio de 2006 de la Business Roundtable: en 2005, el 38% de las empresas realizó evaluaciones de sus directorios.⁴³ Es más, el 45% dijo que tenía previsto evaluar su directorio en 2006 — respecto del 27% registrado en la encuesta de 2004.

El desempeño del directorio, se debería revisar regularmente utilizando indicadores cuantitativos y cualitativos. El sistema de gobierno corporativo debería incluir un proceso de evaluación del trabajo del directorio, sus comités y cada uno de sus miembros. La idea es mejorar el desempeño para fijar y lograr objetivos que agreguen valor. Las Matrices de Evolución del Gobierno Corporativo, diseñadas por la IFC —el organismo de financiamiento del sector privado dentro del Grupo del Banco Mundial— señalan que las empresas que alcanzan niveles superiores de gobierno corporativo deberían evaluar sus directorios anualmente.⁴⁴



Los estudios demuestran que . . . las evaluaciones mejoran el directorio

Una comparación de códigos de buenas prácticas⁴⁵ realizada a nivel internacional por Weil, Gotshal y Manges, revela que 29 de los 30 códigos analizados hacen referencia a la evaluación del directorio; de este número, dos mencionan las evaluaciones de forma indirecta.

El 61% de los entrevistados en una encuesta de Russel Reynolds⁴⁶ cree en la utilidad de la evaluación del directorio. En el estudio participaron 145 presidentes de directorio de 11 países europeos.

En la práctica, muchas empresas emprenden algún tipo de evaluación del directorio. Lo más habitual es que los miembros autoevalúen su desempeño individual. También expresan sus opiniones sobre el funcionamiento general del directorio. Los resultados de estas evaluaciones:

- › Contribuyen a mejorar el funcionamiento del directorio
- › Permiten una mejor interacción entre los miembros
- › Ayudan a identificar las fortalezas y las debilidades en las operaciones del directorio
- › Identifican las áreas de mejora para el directorio y los directores en general

Discutir la importancia de las evaluaciones desde un punto de vista puramente teórico, es totalmente distinto a querer implementar la evaluación en la práctica. Los miembros del Círculo de Empresas comprenden la importancia y las ventajas de un proceso de evaluación bien estructurado.

⁴³ Business Roundtable. (2006). Encuesta sobre gobierno corporativo.

⁴⁴ Para ver la Matriz de Evolución del Gobierno Corporativo desarrollada por la IFC para empresas que cotizan en bolsa, ir al Anexo 1. Si desea consultar matrices desarrolladas para otro tipo de empresas, visite el sitio http://www.ifc.org/ifcext/corporategovernance.nsf/Content/CG_Tools.

⁴⁵ GREGORY, H. J. (2007). International comparison of selected corporate governance guidelines and codes of best practice. New York: Weil, Gotshal and Manges.

⁴⁶ RUSSEL REYNOLDS ASSOCIATES. (2006). Governance for good or ill. Europe's Chairmen Report.

“... La evaluación formal del gobierno corporativo empezó desde el principio y fue muy importante para nuestra evolución. No se realiza para identificar los puntos negativos, sino para permitir oportunidades de mejora. Se evalúa al directorio, no a las personas. Directores y suplentes reciben cuestionarios, que responden de manera anónima. Los directores se evalúan a sí mismos y al director ejecutivo y, a su vez, el director ejecutivo hace una autoevaluación y evalúa al directorio. Una empresa subcontratada analiza y consolida los resultados. Posteriormente, la información se analiza en una reunión. La ventaja es que queda claro qué se espera de los directores y del director ejecutivo, y qué hay que hacer para resolver las deficiencias. Con el resultado, todo se vuelve transparente. Dedicamos un día entero al análisis de los resultados y la toma de decisiones. El proceso ha contribuido considerablemente, no sólo a la evolución del gobierno corporativo, sino también a la evolución de la empresa en su conjunto.”



—**Eduardo Andrade**, CCR, miembro del directorio,
Presidente del Comité de Gobierno Corporativo y accionista



Cuestionario anónimo

En el caso de **Ferreyros**, el proceso de evaluación interna comienza con un cuestionario al que responden anónimamente todos los miembros del directorio. La diversidad de las preguntas, apunta a cubrir aspectos de su desempeño, como la asistencia y el quórum, la importancia de los temas tratados, las actas de las reuniones y el aporte de los miembros, entre otros.

Evaluación del consejo fiscal

NET ha profundizado aún más en el concepto de evaluación, tercerizando la implementación y la gestión de todo el proceso de evaluación del consejo fiscal. Así, el proceso ha ganado independencia y credibilidad. Los resultados superaron las ventajas previstas y tuvieron una repercusión positiva en el funcionamiento del directorio. Cabe señalar que todas las partes implicadas toman la evaluación muy en serio y dedican el tiempo necesario a la discusión de los resultados. Todos están comprometidos con la implementación de recomendaciones que puedan generar mejoras.

2.7 Lograr efectividad en el directorio exige prestar atención a varios detalles



Para tener en cuenta

Recuerde que todos los aspectos referidos a la eficacia del directorio, analizados en la subsección anterior, se interrelacionan y complementan entre sí. Abordarlos en conjunto es la mejor manera de crear un directorio que agregue valor a la empresa. Recuerde, también, que dejar de lado uno o más de estos aspectos —la composición, la estructura de los comités o los procedimientos de reunión— perjudicaría ampliamente la capacidad del directorio para ejercer sus funciones de orientación estratégica y supervisión.

Los miembros del Círculo de Empresas comprenden la importancia de contar con una estrategia integral para el directorio. ¿Qué hacen?

Todas las piezas del rompecabezas suman valor

En **Argos**, la empresa considera la estructura y el funcionamiento del directorio como un pilar fundamental de su código. Los miembros del directorio son independientes y pueden confiar en que recibirán toda la información necesaria a tiempo. Así, todos los asuntos estratégicos se debaten oportunamente. Los directores reciben una buena remuneración y pueden contratar a asesores externos, visitar las instalaciones de la empresa en otras partes del mundo y concertar entrevistas y reuniones con todos los empleados de la empresa. Además, reciben cursos y capacitación específicos para mejorar sus habilidades profesionales. Poseen un presupuesto propio y utilizan un sistema de autoevaluación para medir su desempeño. En conjunto, estos elementos dan forma a un directorio que actúa en beneficio de la empresa y sus accionistas.

La práctica más reciente lleva la autoevaluación de los miembros a otro nivel: cada director, además, debe evaluar el desempeño de sus pares. Este sistema permite que cada uno reciba una evaluación completa de sus aportes individuales al directorio. Además de la demanda de evaluaciones estructuradas y objetivas, el mercado también ha empezado a recomendar la participación de expertos externos e independientes que ayuden al presidente del directorio y al comité de gobierno corporativo a realizar la evaluación con la mayor objetividad posible.

Diversidad en el directorio de Ferreyros

Ferreyros busca la diversificación y la independencia de su directorio. Según el estatuto de la empresa, el directorio debe tener de 8 a 12 miembros para fomentar la diversidad de opiniones. Actualmente, cuenta con ocho miembros, cuatro de ellos independientes y cada uno con diferentes conocimientos profesionales. Esto contribuye a mejorar la toma de decisiones en favor de la empresa.

Características adicionales del directorio:

- Comités del directorio: desde 2005, el número de comités del directorio ha aumentado de uno a tres — Dirección General y Gobierno Corporativo, Auditoría y Desarrollo Organizacional y Recursos Humanos. Cada comité está integrado por cinco directores (uno o dos son independientes).
- Reuniones: el directorio se reúne mensualmente y lleva registros actualizados de las reuniones. En los últimos años, el índice de asistencia a las reuniones ha sido del 80%.

- Remuneración: la remuneración de los miembros del directorio se basa en los resultados de la empresa. El estatuto estipula que el directorio tiene derecho a un 6% de las ganancias de libre disponibilidad. Los miembros del directorio no reciben otro tipo de pago.

2.8 Relación entre el directorio y la alta gerencia

“... Es fundamental la armonía entre la gerencia y el directorio. En otras empresas he visto cómo el directorio se convierte en un obstáculo para la gerencia, y cómo la gerencia intenta manipular al directorio. En todas las reuniones del directorio en CCR, se hace una presentación de un segmento de la empresa. Este órgano no puede ser algo ilusorio o abstracto, debe poseer un conocimiento detallado de la empresa. Otro punto fundamental es armonizar los intereses de los accionistas y la gerencia. En CCR, esto se logra mediante un sistema de remuneración variable, basado en los resultados obtenidos y un incentivo a largo plazo, basado en ‘acciones ficticias’.”



—**Eduardo Andrade**, CCR, miembro del directorio,
Presidente del Comité de Gobierno Corporativo y accionista



Además de la composición y la estructura del directorio, es importante considerar la manera de desarrollar una buena relación entre el directorio y la gerencia. La interacción positiva puede contribuir a fomentar las condiciones apropiadas para adoptar decisiones importantes para la empresa.

A pesar de hacer un análisis extensivo de la figura individual del directorio y la del presidente ejecutivo, la mayoría de los códigos nacionales y de las normas internacionales de gobierno corporativo, no abordan la relación entre ambas partes. Sin embargo, es un tema fundamental, ya que en la práctica, hay muchos aspectos que dependen de esta relación.

La supervisión del director se debe equilibrar adecuadamente con un grado de autonomía que le permita llevar adelante los asuntos de la empresa. Todos conocemos los riesgos de una supervisión débil: los gerentes pueden actuar en su propio beneficio y defraudar a los accionistas. Por otro lado, la supervisión excesiva también es riesgosa y puede llevar a la microgestión o la politización de la toma de decisiones al nivel de los gerentes. Tanto la insuficiencia como el exceso de supervisión pueden ser perjudiciales para las finanzas y generar problemas legales.



Para tener en cuenta

La documentación interna de la empresa debe definir y separar claramente las responsabilidades del directorio y de la alta gerencia. El directorio debería dedicarse a las labores de supervisión y los gerentes profesionales a las tareas ejecutivas.

“... Es importante comprender que un directorio no debe estar compuesto únicamente por personas que representen los diferentes intereses de los accionistas. El directorio es un órgano colectivo de profesionales que actúan conjuntamente para contribuir a la sostenibilidad de la empresa en el tiempo. Su principal objetivo es tener una opinión firme sobre quién debe ser el director ejecutivo y su posible sustituto. Desde nuestro punto de vista, y a pesar del control familiar, el director ejecutivo no tiene que ser necesariamente un miembro de la familia.”

— **Roque Benavides**, Buenaventura, Director Ejecutivo



¿Cómo se puede delinear un límite claro entre las funciones y las responsabilidades del directorio y las del director ejecutivo? ¿El directorio interfiere demasiado en las operaciones diarias? ¿El director ejecutivo domina al directorio? Es frecuente que las empresas se enfrenten con estas preguntas.

“En CPFL Energía se han definido claramente las funciones que desempeñan el directorio y la gerencia. El presidente del directorio no es el director ejecutivo. Asimismo, los accionistas decidieron profesionalizar la gerencia de la empresa. El director ejecutivo es seleccionado por una agencia cazatalentos de primer nivel, y nombrado por todo el directorio. El directorio encarga al director ejecutivo que siga el mismo proceso al contratar a los demás ejecutivos.”

Creo que hay tres factores importantes de gobierno corporativo que han facilitado el diálogo constructivo y la colaboración entre el directorio y la gerencia:

En primer lugar, contamos con un equipo de ejecutivos, integrado por los mejores profesionales en sus respectivos campos, y con directores que son altos ejecutivos de gran trayectoria, con un conocimiento profundo de las actividades de la empresa. A medida que los ejecutivos desarrollan estrategias y las comparten con el directorio, todo el grupo participa del plan estratégico, aprovechando la diversidad de opiniones y complementándose, lo que lleva a un entendimiento común de la estrategia corporativa.

Dependiendo de la complejidad, el tiempo necesario para madurar una decisión puede ser considerable. Por un lado, contamos con el profundo conocimiento de los gerentes sobre el negocio que dirigen y, por otro, con el consejo de los miembros del directorio, enmarcado por su amplia experiencia. El segundo factor positivo, es la decisión de crear comités (permanentes) y comisiones (ad hoc) que asistan al directorio en asuntos relevantes o complejos, que requieren maduración, y que mejoren la calidad de las decisiones. Los miembros del directorio que participan en la labor de los comités/comisiones dedican gran parte de su tiempo a examinar y debatir en profundidad cuestiones específicas, como la estrategia a largo plazo, la divulgación de información, los procesos de gestión y las transacciones de partes vinculadas. Esta interacción aumenta la eficacia de las reuniones del directorio, contribuye al uso eficiente de la información relevante y mejora su dinámica.

El tercer punto importante es que, dentro de nuestro programa para generar valor a largo plazo, tenemos un método sistematizado para constatar el valor. Se celebran reuniones mensuales para que el directorio pueda hacer un seguimiento periódico de los resultados de la empresa.



El desempeño de la empresa se evalúa en función de la gestión basada en el valor (GBV-Gestión basada en el valor), un parámetro de medición con una visión a largo plazo y un instrumento importante para las decisiones de inversión.⁴⁷ Gracias a la interacción permanente, los ejecutivos pueden contar con el asesoramiento y el respaldo del directorio al debatir asuntos importantes. Por lo tanto, a pesar de que el Grupo CPFL Energía posee un gran número de empresas, tenemos la ventaja competitiva de poder actuar rápidamente al implementar decisiones.”

— **Wilson Ferreira Jr.**, CPFL Energía, Director Presidente⁴⁸



Función del director ejecutivo. Con el gran crecimiento de las empresas, la categoría del puesto de director ejecutivo ha cobrado mayor relevancia y atención, acercándose incluso a la de los líderes políticos:

- › La visión y el liderazgo son habilidades fundamentales para que quien está a cargo de los asuntos de la empresa proponga la estrategia de negocio y la implemente, creando valor para todas las partes interesadas.
- › El directorio faculta a los directores ejecutivos para que puedan buscar el logro de los objetivos corporativos, ofreciéndoles flexibilidad para dirigir su empresa dentro de los límites fijados.
- › El director ejecutivo debe informar sus actividades al directorio regularmente y es responsable ante éste.
- › El directorio hace un seguimiento del desempeño de la empresa y del director ejecutivo, garantizando la consecución y el logro de los objetivos corporativos.

Una parte importante de la labor del director ejecutivo, consiste en mantener al directorio plenamente informado sobre las operaciones de la empresa y el progreso en el logro oportuno de los objetivos establecidos por los accionistas y el directorio. Así, el directorio se mantiene informado de la situación que vive la empresa y puede supervisar el desempeño de la gerencia.

⁴⁷ La Gestión Basada en el Valor (VBM, por sus siglas en inglés) es el enfoque que garantiza que la gestión de la empresa se orienta firmemente al valor (generalmente, maximizando el valor para los accionistas). Los 3 elementos de este enfoque son: *crear valor* — cómo hace la empresa para optimizar o generar mayor valor para el futuro, similar a la estrategia; *administrar en función del valor* — gobierno corporativo, cambio de gestión, cultura de la organización, comunicación y liderazgo; *medir el valor* — valoración.

⁴⁸ Ver nota a la versión en español al comienzo del libro.

Cómo conectar el directorio con la gerencia

En **Marcopolo**, la función del máximo gerente, el director ejecutivo (director general⁴⁹), abarca la reacción de la organización a su entorno, en la consecución de los objetivos y las metas acordadas por el directorio. El director ejecutivo debe ocuparse de todas las operaciones, concentrándose especialmente en el modo de distribuir las tareas y su relación con los sectores de apoyo, como finanzas y administración. Así, el director ejecutivo contribuye al proceso de gestión de la empresa, manteniendo una perfecta relación entre las decisiones del directorio y los escalafones más bajos de la gestión.

El director ejecutivo de Marcopolo debe:

- Comprender y comunicar la visión del directorio a los ejecutivos
- Llevar esta visión a la práctica
- Informar al directorio sobre el entorno comercial y lo que es deseable y viable, en función de la capacidad, las habilidades y la disponibilidad de tiempo de la gerencia
- Participar de todas las reuniones del directorio, excepto cuando las mismas se celebren para tratar su desempeño y/u otro aspecto relacionado

2.9 Relación entre el presidente del directorio y el director ejecutivo

La relación entre el presidente del directorio y el director ejecutivo es un aspecto crucial del gobierno corporativo de una empresa.

Muchos códigos y principios de gobierno corporativo recomiendan que estas funciones sean ejercidas por personas diferentes. La razón para ello, es que el desempeño doble generaría un conflicto de interés: un director es responsable ante la empresa y todos sus accionistas y el máximo gerente debería ser supervisado por los directores.

Además de los problemas de supervisión, existe otro argumento: la distribución de poder reduce los riesgos. La razón: el equilibrio de autoridad en la toma de decisiones, permite cuestionar las propuestas.

Por lo tanto, en Estados Unidos, la tendencia de combinar estas funciones se opone a las normas internacionales. La encuesta de Spencer Stuart de 2006, muestra una disminución gradual de esta práctica: en 2001, el 74% de las empresas combinaban las funciones; en 2006, este porcentaje se redujo al 67%.⁵⁰ Para contrarrestar esta situación, la mayoría de los directorios estadounidenses, han creado el puesto de miembro principal o presidente — un director independiente con una firme presencia en el directorio. La encuesta revela que el 96% de las empresas encuestadas, poseen un miembro principal o presidente en sus directorios.

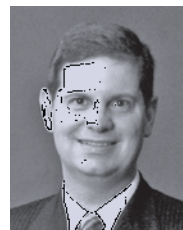
"... En 2006, Ultrapar dio otro paso importante en la mejora de su gobierno corporativo, nombrando a dos personas diferentes para ocupar los cargos de director ejecutivo y presidente del directorio, respectivamente. En octubre, se anunció la sucesión de Paulo G. A. Cunha. Actualmente, el Sr. Cunha se dedica exclusivamente a presidir el directorio,

⁴⁹ Ver nota a la versión en español al comienzo del libro.

⁵⁰ SPENCER STUART. (2006). The changing profile of directors: Spencer Stuart Board Index.

una responsabilidad que, desde 1998, cumplía paralelamente a su función de director ejecutivo. Para consolidar este proceso, el 1 de enero de 2007, Pedro Wongtschowski asumió el cargo de director ejecutivo y la responsabilidad de seguir dirigiendo las actividades de Ultrapar, basándose en el crecimiento sostenible. Esta medida también representó un paso importante en la renovación del directorio ejecutivo de la empresa. Actualmente, el directorio ejecutivo de Ultrapar está integrado por una nueva generación de líderes empresariales.”

—**André Covre**, Ultrapar, Director Financiero



Importancia de la relación con el accionista mayoritario. En América Latina, donde predomina la concentración de la propiedad, en general, la relación estriba en el nexo entre el presidente y el director ejecutivo, por un lado, y en su relación con el accionista mayoritario por el otro.

En la fase inicial de desarrollo de la mayoría de las empresas familiares, el fundador suele ser tanto el director ejecutivo como el presidente del directorio. En dichos casos, el rol del director ejecutivo es más dominante, debido a la necesidad de desarrollar y expandir el negocio, mientras que los roles del presidente y del directorio suelen ser más débiles.

El directorio, si existe, funciona principalmente como una estructura de asesoramiento para el fundador. A medida que la empresa crece y el fundador envejece, la siguiente generación familiar va asumiendo un rol más prominente en la alta gerencia.

A veces, uno de los hijos del fundador lo sucede en el cargo de director ejecutivo, mientras que el fundador solo conserva el de presidente del directorio. En otros casos, las empresas familiares deciden incorporar a alguien externo para que se desempeñe como director ejecutivo. En esta última instancia, el fundador también sigue siendo el presidente. En ambos casos, a diferencia de lo que ocurre en muchas empresas angloamericanas, el presidente es realmente la figura más dominante.

No obstante, hay que tener en cuenta que este contexto está cambiando rápidamente en todo el mundo. Hoy, incluso en las empresas más pequeñas donde la primera generación aún sigue al frente del negocio, se requiere la separación de roles entre director ejecutivo y presidente del directorio. El mercado lo percibe como una estrategia prudente de los fundadores, ya que coloca la continuidad del negocio por encima de la participación familiar. No obstante, como consecuencia del dominio de las empresas familiares en la región, la relación entre el presidente y el director ejecutivo depende en gran medida del presidente/accionista mayoritario.⁵¹

⁵¹ El Capítulo 5 cubre los aspectos específicos de la relación entre la gerencia y los accionistas mayoritarios.

Cómo construir un vínculo de confianza. Aunque el director ejecutivo se relaciona con todo el directorio, cuando el presidente y el director ejecutivo son personas distintas, su relación es crucial para poder crear un entorno de cooperación y confianza. Ya se ha analizado extensamente el efecto que puede tener un directorio celoso de su rol de control, pero reticente a cumplir con su función de asesor estratégico.

Una relación constructiva debería prevalecer sobre la confrontación. Esto no significa que el directorio deba mostrarse débil al supervisar el desempeño del director ejecutivo y la empresa. No es una tarea fácil, especialmente cuando el presidente solía ser el director ejecutivo de la empresa.

El desarrollo de un terreno común para el entendimiento garantizará que se mantenga la distinción de funciones, aunque se integren y armonicen. Un vínculo positivo contribuirá al desarrollo de una estrecha colaboración profesional.

En el Círculo de Empresas, todos los miembros separan los puestos de presidente del directorio y director ejecutivo. De los miembros del Círculo, sólo Buenaventura adoptó una estrategia ligeramente diferente, inspirada en el sistema estadounidense. En 2003, la empresa creó el puesto de director principal para contrarrestar la presencia de familiares en el directorio.

El director principal de Buenaventura supervisa al directorio, aportando liderazgo para garantizar que opere con independencia. Asimismo, verifica el funcionamiento correcto de todos los comités del directorio y la oportuna comunicación de resultados al directorio en su conjunto. Además, el director principal preside una reunión con directores no ejecutivos para debatir preocupaciones o diferencias de opinión.

“... En Marcopolo, el presidente del directorio es el ex director ejecutivo, uno de los fundadores de la empresa y el accionista más importante. Aunque ya no participa en las actividades diarias, este experimentado ejecutivo (60 años con la empresa) es una fuente insuperable de conocimiento y datos históricos, además de ser un asesor cultural interno sobre la empresa y el sector de la carrocería para autobuses. El contacto con esta persona genera buenas oportunidades para intercambiar ideas y debatir aspectos comerciales, presentes y futuros. Sin embargo, este intercambio no evita que el director ejecutivo cumpla con las responsabilidades que le corresponden.”



—José Rubens de la Rosa, Marcopolo, Director General⁵²

⁵² Ver nota a la versión en español al comienzo del libro.

2.10 Planificación para la sucesión de los altos ejecutivos

La planificación de la sucesión es el proceso de asegurar que la empresa cuente con sistemas y estrategias para el desarrollo de futuros líderes. Generalmente, el proceso se centra en la sucesión del equipo gerencial y, en especial, del máximo responsable o director ejecutivo. Este tipo de planificación es importante, independientemente del buen funcionamiento del equipo existente, ya que, en cualquier momento, podrían surgir situaciones que requieran implementar la sucesión, por diversas razones, muchas de ellas imprevisibles.



Para tener en cuenta

Planifique buscando la continuidad y siembre nuevo liderazgo en la organización. Haga un seguimiento continuo de sus necesidades de liderazgo.

La planificación de la sucesión debe ser parte integral de la política general de gestión del personal. Es un tema particularmente importante y de índole estratégica, por lo que el directorio debería supervisarlos. Si este órgano cuenta con una estructura de comités, el comité encargado de las políticas de contratación y remuneración del personal, debería sumarse a la tarea de supervisión.

La planificación de la sucesión para puestos clave es una característica importante de un sistema de gobierno corporativo bien desarrollado. Una buena planificación ofrece las siguientes ventajas:

- › Ofrece a los accionistas una expectativa confiable de la continuidad del negocio —si desaparecieran los gerentes clave— y ayuda a resolver posibles conflictos dentro de la familia — si la empresa es propiedad de o está controlada por la familia como accionistas mayoritarios.
- › Sirve como ejemplo a la gestión de personal de toda la empresa y puede ser un modelo para la planificación del desarrollo profesional dentro de la misma
- › Motiva a los gerentes de nivel medio, mediante actividades de desarrollo y reconocimiento

“Durante más de 25 años, mi función en la empresa fue guiarla en un proceso de cambio y crecimiento. Nació como la empresa de un grupo reducido, y la transformamos en una empresa abierta, dirigida por un equipo de gerentes profesionales. Fue fácil incorporar con éxito los principios de gobierno corporativo, ya que contamos con el apoyo permanente de los accionistas y demás interesados, en el proceso que nos llevó a multiplicar el crecimiento por diez.

Hoy, me enorgullece haber participado en un programa de sucesión exitoso para transferir la gerencia general de la empresa al representante de una nueva generación, que ha asumido con capacidad la responsabilidad de seguir buscando el crecimiento de Ferreyros. Me honra seguir prestando mis servicios a la empresa, sus accionistas y empleados desde otro puesto, garantizando que los principios del buen gobierno corporativo seguirán rigiendo nuestra empresa.”

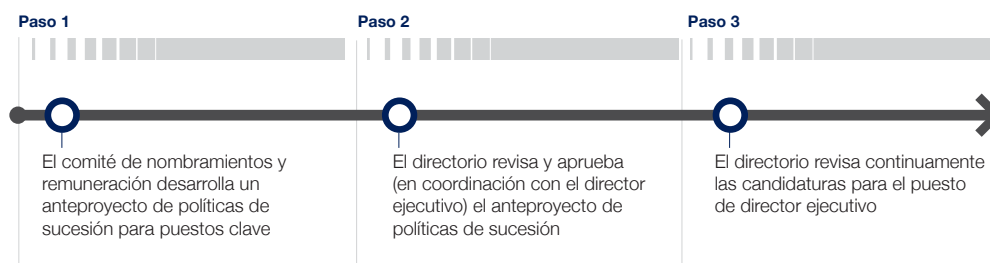


—**Óscar Espinosa Bedoya**, Ferreyros,
Presidente Ejecutivo⁵³

Las empresas con sistemas de gobierno corporativo bien desarrollados, suelen contar con planes de sucesión para puestos clave. Dichos planes suelen incluir:

- › Planes de sucesión de emergencia para el director ejecutivo, la alta gerencia y otros puestos clave de la organización
- › Sistema de evaluación de las competencias y las habilidades necesarias para cualquier puesto
- › Programa para el desarrollo profesional del personal
- › Sistema para facilitar la búsqueda, fuera de la organización, de posibles candidatos a puestos clave

En la mayoría de las empresas modernas, la selección del director ejecutivo depende del directorio y exige su participación activa en la planificación de la sucesión para dicho cargo:



⁵³ Ver nota a la versión en español al comienzo del libro.

En la planificación para la sucesión de otros miembros del equipo de alta gerencia, el directorio y el director ejecutivo deben colaborar estrechamente. Recuerde que el director ejecutivo desempeña un papel importante como artífice del equipo de gestión.

Los accionistas deberían recibir información general sobre el sistema de planificación existente. En el círculo de la alta gerencia, los planes de sucesión de emergencia deben ser comprendidos claramente, pero no divulgados públicamente.

En las empresas familiares, la dinámica para captar y retener a los altos gerentes es singular. Los gerentes externos no se sentirán ansiosos de unirse a una empresa que carece de reglas claras para el desarrollo y el ascenso, donde los miembros de la familia siempre tienen prioridad a la hora de nombrar sucesores. En el siguiente capítulo se abordan los problemas relacionadas con la planificación de la sucesión que aquejan específicamente a las empresas familiares.

2.11 Sistemas de monitoreo para medir el desempeño, y la evaluación y remuneración de la gerencia

Contar con el talento adecuado y orientar sus acciones hacia los objetivos de la empresa, exige un seguimiento continuo. Asimismo, debe existir un sistema apropiado de recompensas y remuneración que se vincule efectivamente con los objetivos de los accionistas.

Los capítulos anteriores subrayaron la importancia de los indicadores en la medición del progreso de la implementación de prácticas de gobierno. Los indicadores son igualmente valiosos cuando se trata de medir el desempeño de su empresa y su compatibilidad con el plan estratégico marcado.

Hay muchas opciones para medir los resultados mediante indicadores y mecanismos de seguimiento. Algunos de estos sistemas utilizan metodologías muy diferentes, particularmente en su forma de medir el valor generado por las empresas. En algunos casos, la medida se relaciona con el sistema de remuneración adoptado por ejecutivos y miembros del directorio.

Los miembros del Círculo utilizan sistemas diversos de indicadores. Algunos usan el sistema de Valor Económico Agregado, otros la gestión basada en el valor y algunos, hasta combinan distintos enfoques. Veamos algunos ejemplos.

En 2001, **Ultrapar** introdujo el sistema de Valor Económico Agregado (EVA®, por sus siglas en inglés).⁵⁴ El proyecto se completó en la segunda mitad del año y se puso en marcha en 2002. Sirvió de base a la remuneración variable de los ejecutivos de las unidades comerciales de la empresa. La alta gerencia apoyó la implementación del EVA® como método para medir el desempeño. Su proceso de implementación y el control de los resultados ofrecidos, fortalecieron la cultura de disciplina en la asignación de capital y el rendimiento para los accionistas. Cada tres años, se revisan las proyecciones del EVA® en cada sector de la empresa y se trazan nuevos objetivos a partir de los resultados obtenidos. Paulo Cunha, presidente del directorio de Ultrapar, señala: “El éxito de la implementación del EVA en Ultrapar se debe a que, no sólo se han armonizado los intereses entre grupos de accionistas, sino también entre los accionistas y los ejecutivos”. Pedro Wongschowski, director ejecutivo, agrega: “El mercado financiero percibe a nuestros ejecutivos como personas prudentes. Naturalmente, su accionar es coherente”.

⁵⁴ Ver la definición del término incluida en el Glosario.

En **CPFL Energía** hay un sistema integrado para la evaluación del desempeño. El desempeño de los ejecutivos se evalúa combinando objetivos a corto, mediano y largo plazo. El proceso se basa en la gestión basada en el valor, (GBV⁵⁵). El marco de remuneración está diseñado para compatibilizar los objetivos al nivel de la alta gerencia y de los empleados, con el logro de metas cuantitativas y cualitativas que respalden el desarrollo del valor intrínseco de la empresa.

La GBV depende del objetivo de la empresa y sus valores. El objetivo de la empresa puede ser económico (valor para accionistas) o apuntar a otros elementos (valor para las partes interesadas).

El GBV considera los siguientes factores:

- La misión corporativa
- La estrategia corporativa
- El gobierno corporativo
- La cultura corporativa
- La comunicación corporativa
- La organización de la empresa
- Los procesos y sistemas de toma de decisiones
- Los procesos y sistemas de gestión del desempeño
- Procesos y sistemas de recompensa

En **Marcopolo**, la evaluación desde los supervisores hasta los directores ejecutivos, se realiza a través del Cuadro de Mando Integral (CMI). El CMI tiene un objetivo doble: alinear y orientar a toda la organización en la implementación y la mejora de la estrategia y las políticas determinadas por el directorio; y servir como herramienta para la valoración de la gerencia y la determinación de la remuneración variable. El CMI traduce las perspectivas a largo plazo que tiene el directorio en relación con la visión, los valores y la misión de la empresa. El aspecto a corto plazo determina los objetivos —sean de índole general o cuantitativos—, las metas, los planes de acción, los factores que impulsan el valor y los indicadores clave, que se utilizarán al medir el desempeño. Marcopolo recompensa a sus ejecutivos en base al grado de consecución de sus objetivos, utilizando objetivos acordados y fijados anualmente. El director ejecutivo traslada estos datos al cuadro de mando y los presenta al directorio para su aprobación.

La calificación, basada en los resultados de equipo, se mide en función del logro de objetivos. La filosofía empresarial de Marcopolo se corresponde con el concepto de la GBV, lo que la lleva a obtener mejores resultados. Los principales indicadores del desempeño pueden cambiar con el tiempo, junto con las condiciones del mercado. Entre los parámetros de medición utilizados con más frecuencia, encontramos:

- Nivel de valor real o de mercado agregado, basado en la generación de efectivo
- Utilidad líquida
- Satisfacción del cliente
- Crecimiento
- Innovación
- Competitividad

⁵⁵ Metodología para evaluar a ejecutivos. Es la misma que se aplica a la planificación estratégica, es decir, tiene en cuenta la creación de valor a corto y largo plazo. Los objetivos a corto plazo se vinculan con los objetivos de la planificación estratégica y existen dos tipos: resultados de la empresa y de la gerencia. Los objetivos a largo plazo se basan en la creación de valor para la empresa y para los accionistas y utilizan como parámetro de medición el Rendimiento Total de la Empresa (TBR, por sus siglas en inglés) y el Rendimiento Total para los Accionistas (TSR, por sus siglas en inglés).

3 Fortaleciendo los derechos de los accionistas y manteniendo el alineamiento

Generalmente, los accionistas ejercen los derechos que reciben a cambio de su inversión. En la mayoría de los casos, esto incluye el derecho a participar en los beneficios de la empresa. También poseen otros derechos importantes, como el derecho a votar en las asambleas ordinarias para elegir a los miembros del directorio y aprobar las decisiones importantes de la empresa, los cambios de capital, la memoria y los estados contables; y el derecho a acceder a información sobre la empresa y sus actividades. Estos derechos dan cierta confianza a los accionistas de que los gerentes de la empresa no malversarán su inversión.

La calidad de la protección del inversor depende de varios factores, que incluyen el desarrollo de los mercados de capital, los modelos de propiedad, la política de dividendos y la eficiencia en la asignación de recursos.⁵⁶ Cuando existe un marco legal que ofrece protección a los inversores y se respeta adecuadamente, los accionistas están dispuestos a invertir su capital y los mercados financieros aumentan su valor y envergadura. Por el contrario, cuando las leyes y las empresas no protegen adecuadamente a los accionistas, el desarrollo de los mercados financieros se atrofia.

Cuando los derechos de los accionistas están protegidos por la ley y la empresa, los inversores externos están dispuestos a pagar más por activos financieros como las acciones. Pagan más porque reconocen que, una mejor protección legal, les permitirá recuperar una mayor parte de los beneficios de la empresa como dividendos y/o ganancias de capital, que no serán expropiadas por los gerentes o los accionistas mayoritarios.

3.1 Organizando asambleas de accionistas

La asamblea anual de accionistas (AGM, por sus siglas en inglés) es el foro de deliberación más importante de la empresa donde participan todos los accionistas. En América Latina, la participación de los accionistas en estas asambleas no es una tradición demasiado arraigada. La tendencia histórica de concentrar la propiedad en pocas personas o grupos, ha generado un entorno en el que, frecuentemente, las decisiones sobre las principales actividades de la empresa, se debaten a puerta cerrada.

Sin embargo, la demanda de mejores prácticas de gobierno corporativo está empezando a revertir esta tendencia gradualmente. El desafío principal yace en atraer al mayor número posible de accionistas a las AGM. Con frecuencia, los reglamentos son un obstáculo para lograr este objetivo. Actualmente, no obstante, algunos países están examinando la situación.

Éste es el caso de Brasil, donde el organismo regulador está estudiando la manera de modificar el marco reglamentario para facilitar la participación de los accionistas y garantizar la protección de todos los derechos. El tema reviste especial importancia, ya que, en el país, están empezando a aparecer empresas con propiedad pulverizada o dispersa, como se explica en el recuadro de la página 100.

En el caso de empresas con propiedad dispersa, las asambleas son vitales para que los propietarios puedan tomar decisiones sobre los principales aspectos relacionados con el futuro de la empresa. Una estructura menos concentrada, como la que está empezando a verse en Brasil, realza la importancia de adoptar una estrategia eficiente para las asambleas de accionistas.

⁵⁶ LA PORTA, R., LOPEZ-DE-SILANES, F., SHLEIFER, A., & VISHNY, R. (2000). Investor protection and corporate governance. *Journal of Financial Economics*, 58, pp. 3–27.



Para tener en cuenta

Aproveche bien las AGM: las asambleas de accionistas son el foro más importante con que cuenta la empresa para debatir y tomar decisiones con la participación de todos.

Los accionistas mayoritarios y el riesgo de dominio. Más allá de la propiedad dispersa, la mayoría de las asambleas anuales de accionistas en América Latina se enfrenta a un problema potencial: que los accionistas mayoritarios —en general, la familia— tengan el poder de adoptar las decisiones que deseen haciéndose con el control de la gerencia.

El desafío principal, en este caso, es garantizar la protección de los derechos de los accionistas minoritarios — externos a la familia. Sin esta garantía será muy difícil, o incluso imposible, atraer a inversores externos.

Por lo tanto, las empresas deben contar con ciertas normas y procesos que garanticen a todos los accionistas el acceso a la AGM para poder participar de la toma de decisiones. Estos procesos incluyen:

- › Requerimientos de quórum para celebrar la reunión
- › Notificación previa —a todos los accionistas— de los asuntos sobre los que se va a votar y la documentación relacionada
- › Celebrar la asamblea en un lugar que resulte conveniente para la mayoría de los accionistas
- › Posibilidad de nombrar a un representante (*proxy*)
- › Las decisiones adoptadas tras la asamblea, deben ser informadas a todos los accionistas
- › Posibilidad de usar medios electrónicos para votar en la AGM

Los miembros del Círculo de Empresas ofrecen algunos ejemplos de cómo estructuraron sus AGM para fomentar la participación de los accionistas.

Ferreyros involucra a los accionistas minoritarios

Ferreyros considera que la participación y el voto en la AGM son derechos importantes de los accionistas. Sin embargo, los inversores —en general, accionistas minoritarios— no siempre están interesados en participar de las reuniones. En gran parte, su falta de interés deviene de que, algunas empresas, tratan estos encuentros como un mero formalismo para aprobar los estados contables.

Ferreyros adoptó una estrategia alternativa y se diferenció de otras empresas.

La empresa aprovecha la asamblea anual de accionistas para ofrecer información detallada sobre sus actividades comerciales y la estrategia para el futuro. En general, las asambleas siguen la siguiente dinámica:

- Se proyecta un video sobre el desempeño de los bienes de capital que la empresa vende a diferentes sectores económicos.
- La memoria se presenta juntos con gráficos y otros datos.
- La presentación de los estados contables incluye una explicación de las cifras más importantes

- Los estados contables, presentados por la gerencia y revisados por el directorio, son aprobados por los accionistas tras una presentación detallada y una sesión de preguntas y respuestas.
- El resto de los puntos del orden del día se respaldan con suficiente información.
- Algunos años, al cierre de la asamblea, se invita a los accionistas a visitar las oficinas de la empresa para que se familiaricen con sus operaciones diarias.

Ferreiros fomenta la participación de todos los accionistas, incluyendo a los minoritarios. Para hacerlo, utiliza los canales exigidos por ley, como la publicación en periódicos. Además, publica información en el sitio web de la empresa, envía una invitación a la dirección postal registrada para cada accionista y envía una notificación por correo electrónico a los que han solicitado este servicio.

Si los accionistas no pueden asistir a la asamblea, pueden delegar sus derechos en otra persona, que puede actuar como su representante sin restricción.

Las últimas innovaciones del 2008, incorporaron el uso de nuevos medios para aumentar aún más la participación: la AGM de marzo se retransmitió en vivo y los accionistas pudieron verla en tiempo real a través de Internet. La Figura 4.3 ilustra que estas iniciativas han incrementado los niveles de asistencia en los últimos años.

Figura 4.3 Perspectiva histórica: Índices de asistencia a las AGM de Ferreyros

Fecha de la asamblea	Quórum (%)
Marzo 2008	92,13
Marzo 2007	94,00
Marzo 2006	86,41
Marzo 2005	97,41
Marzo 2004	93,47
Marzo 2003	91,03
Marzo 2002	74,88
Marzo 2001	74,02

La tradición de participación en Marcopolo

Ya hace tiempo que **Marcopolo** fomenta la participación de sus accionistas en las asambleas, facilitándoles el voto mediante representantes u otros medios, para quienes no puedan asistir en persona.

En los ochenta, mucho antes de que las prácticas de buen gobierno aparecieran en primera plana, las asambleas de accionistas de la empresa contaban con una presencia significativa de accionistas minoritarios. En esas asambleas, los líderes compartían información sobre la situación de la empresa.

Incluso hace 20 años, la asistencia a las reuniones en la sede de la empresa en Caxias do Sul, en el estado más austral del país, llegaba a las 700 personas, una cifra sorprendente para la época. Las asambleas siempre terminaban con un almuerzo con la famosa barbacoa del estado, transformando estos encuentros empresariales en un evento emblemático para toda la ciudad.

Actualmente, el acta constitutiva de Marcopolo dispone la celebración periódica de las asambleas de accionistas, durante los cuatro meses posteriores al cierre del ejercicio fiscal. Pueden convocarse en otras ocasiones, también, si lo dictan los intereses de la empresa. En estas reuniones, los accionistas pueden estar representados por sus representantes legales, que pueden ser accionistas, gerentes de la empresa, abogados o una institución financiera, a los que se haya otorgado esta facultad en el ejercicio anterior. Para facilitar este mecanismo, la empresa ha traducido las palabras en acción, haciendo todo lo posible para que todos los accionistas tengan iguales oportunidades de asistir y votar.

3.2 Asambleas en empresas con gran número de accionistas

Las empresas con numerosos accionistas enfrentan dificultades particulares al convocar la AGM. Estas empresas deben ser más eficaces y creativas al convocar a los accionistas, para cumplir los requisitos mínimos de quórum: deben dejar en claro que, más allá del número total de accionistas, y las acciones que posean, cada voto vale.

Propiedad dispersa: Un nuevo fenómeno en la región

En un mercado caracterizado por la concentración de la propiedad, un nuevo fenómeno se abre paso, especialmente en Brasil. Desde 2005, algunas empresas han aumentado la dispersión de sus acciones. Algunas decidieron vender la mayor parte de sus acciones en el mercado de valores, como ocurre en el entorno angloamericano — empezando por la empresa minorista Lojas Renner, en Brasil.

Por lo tanto, las primeras corporaciones brasileñas se han hecho realidad: empresas sin un propietario mayoritario o un bloque de propietarios organizados mediante un acuerdo de accionistas. En junio de 2008, se podía considerar que la propiedad del 8% de las empresas que cotizaban en el BM&FBOVESPA, era dispersa o difusa: alrededor de diez empresas brasileñas habían adoptado esta estructura. La propiedad de un tercio de las empresas cotizadas en Novo Mercado, el segmento especial de gobierno corporativo del mercado, es dispersa o difusa.

La novedad de esta estructura de propiedad ha presentado algunos desafíos a los pioneros. En algunos casos, la legislación no cubre los retos específicos que enfrentan estas empresas “pulverizadas”, ya que las leyes que regulan las AGM fueron concebidas para empresas con un número reducido de propietarios.

Por ejemplo, la ley exige que la AGM se celebre en la ciudad donde tiene su sede la empresa. Esta podría ser una pequeña ciudad remota —donde se ubica la fábrica—, de fácil acceso para los accionistas mayoritarios, pero lejana o incómoda para un gran número de inversores que reside en las grandes ciudades del país. Actualmente, las normas brasileñas están bajo revisión para intentar adaptarse a las nuevas circunstancias del mercado.

Los accionistas de Embraer votan por el cambio

En marzo de 2006, los accionistas de **Embraer** aprobaron una propuesta de reestructuración del capital, que la convirtió en una de las primeras grandes empresas de Brasil con propiedad dispersa. El proceso de reestructuración unificó las acciones en circulación en un tipo de acciones ordinarias con derecho a voto. El objetivo principal de la reestructuración era crear una base para la sostenibilidad, el crecimiento y la continuidad de los negocios y las actividades de Embraer.

Para la empresa, esta unificación de las clases de acciones:

- Desbarató los bloques mayoritarios de accionistas
- Facilitó el acceso de Embraer a los mercados de capitales
- Aumentó las posibilidades de la empresa para obtener nuevas fuentes de financiamiento
- Probablemente, generará mayor liquidez para todos los accionistas y aumentará participación en los asuntos de la empresa — gracias al derecho de voto concedido a todos los accionistas

En este caso, la idea es que, sin un bloque mayoritario permanente, los accionistas deberán reunirse, evaluar y alinear sus intereses para tomar decisiones en cada asamblea ordinaria.

Al aprobar la reestructuración, los accionistas también aprobaron un nuevo estatuto, que incluye mecanismos de protección para garantizar la dilución del control accionario y que los accionistas brasileños cuenten con la mayoría de los votos. Mantener el poder de la toma de decisiones en manos de propietarios brasileños, es coherente con las condiciones restrictivas del 40%, establecidas durante el proceso de privatización de la empresa.

“... Cuando nos ofrecieron estudios sobre la reestructuración del capital, para que la empresa pudiera ofrecer a todos sus accionistas el 100% de los derechos de acompañamiento y de voto, inmediatamente comenzó un debate interno y se emprendieron grandes esfuerzos para llevarlo a la realidad. La gerencia y el directorio estaban plenamente comprometidos a unir sus esfuerzos y colaborar para completar la reestructuración del capital de Embraer.

Desde la primera reunión hasta la aprobación de los accionistas, pasaron casi dos años. Embraer es una empresa que cotiza en bolsa, por lo tanto, necesitaba la aprobación de sus accionistas. También cabe destacar que la empresa tiene una participación especial, la “Acción Dorada” —en manos del Gobierno de Brasil—, que tiene poder de veto sobre siete puntos de nuestro estatuto. La aprobación de la reestructuración de capital, por parte del gobierno brasileño, era necesaria para el éxito de la iniciativa y, después de unas cuantas reuniones con funcionarios oficiales, recibimos también el pleno respaldo del gobierno.

La cotización en Novo Mercado del BM&FBOVESPA significó el éxito de la reestructuración de capital, ya que es de las prácticas de gobierno

corporativo más avanzadas que puede adoptar una empresa en el mercado brasileño. La unificación de todas las acciones de Embraer en una sola clase, generó múltiples oportunidades de acceso a los mercados de capitales para los futuros planes de crecimiento.”



—**Antonio Luiz Pizarro Manso,**
Embraer, Vicepresidente Ejecutivo,
Finanzas y Relaciones con el Inversor

ISA encuentra el modo para que miles de inversores se hagan oír

Para **ISA**, las asambleas de accionistas son un instrumento vital del gobierno corporativo. Esta empresa —de propiedad del Estado— ha vendido acciones a más de 70.000 inversores y la AGM se ha convertido en un evento muy importante, una gran oportunidad para demostrar sus prácticas de gobierno corporativo.

Desde 2001, la asistencia a las asambleas de accionistas ha sido notable: en general, asisten entre 1.500 y 2.000 personas. Sin embargo, esto presenta dificultades logísticas que la empresa debió resolver. Así es como la empresa enfrenta el desafío en la actualidad:

- Diseñar normas para ordenar las reuniones: ISA desarrolló sus Normas Internas de Reunión, que regulan los procedimientos de asambleas ordinarias y extraordinarias. El documento, que se entrega a todos los asistentes, ofrece una amplia gama de información:
 - programa prefijado para la reunión
 - sede
 - orden del día
 - divulgación de información
 - oradores programados
 - procedimientos referidos al manejo de suvenires
 - instrucciones sobre cuántos invitados puede traer un accionista
 - intervenciones que incluyen informes de auditores especiales contratados por accionistas
 - elecciones
 - sistemas de voto
 - comisiones para el recuento de votos y la revisión de documentos
 - conducta y protocolo recomendados para pedir la palabra, formular preguntas o hacer comentarios
 - recesos y otros temas de “recepción o acogida”
- Facilitar lo más posible la participación de los accionistas por medio de una convocatoria previa: ISA considera que la AGM es la mejor oportunidad para acercar la empresa a sus propietarios. En cuanto el directorio determina la fecha, la hora y el lugar de la reunión, la información se comunica a la Superintendencia Financiera de Colombia y al público en general. ISA también publica esta información en su sitio web. General-

mente, los accionistas y el público reciben la información, como mínimo, con dos meses de antelación. Quienes viven fuera de Colombia reciben la misma información por correo aéreo o fax.

- Recordatorios en la prensa: 15 días antes, toda la información sobre las reuniones se publica en dos de los periódicos más importantes y con mayor circulación del país. El domingo previo a la reunión, la empresa repite el anuncio en las mismas publicaciones, con el objetivo de llegar al máximo posible de accionistas.
- Uso del sitio web: La empresa publica la misma información en su sitio web, incluyendo las decisiones propuestas y la memoria. Cuando la empresa completa la lista de candidatos, sube inmediatamente al sitio los currículos de cada candidato a director.
- Utilizar la reunión para exigir la responsabilidad de la alta dirección: En cada reunión, el director ejecutivo de ISA debe rendir cuentas a los accionistas. El presidente del directorio debe presentar un informe sobre el funcionamiento de órgano que preside, que incluya información sobre las reuniones y su frecuencia, la asistencia de cada director principal o suplente y los temas tratados. Es una oportunidad para que los accionistas reciban la información sobre la conducción de las actividades de la empresa, directamente de las autoridades.
- Conceder tiempo para comentarios: Los accionistas también tienen la oportunidad de hacer preguntas y solicitar explicaciones sobre los resultados de la empresa.

3.3 Derechos de acompañamiento (*tag-along rights*, en inglés)

Muchos conflictos corporativos se relacionan con los derechos de participación. Con frecuencia, los inversores recelan de los riesgos asociados con las empresas donde los accionistas mayoritarios tienen un control superior al de sus derechos de flujo de efectivo. Tanto los Principios de la OCDE, como el “White Paper” sobre Gobierno Corporativo en América Latina, permiten la divergencia de los derechos de voto y de dividendos.



Mejores prácticas

El “White Paper” sugiere que “grandes diferencias en los derechos de votación entre los mismos tipos de accionistas, pueden crear incentivos para que aquellos con derechos de voto desproporcionados, tomen decisiones que no están encaminadas hacia el interés común de todos los accionistas”.

El documento recomienda que, en dichos casos, “el marco normativo para la protección de los accionistas minoritarios debería ser mucho más sólido y efectivo”.⁵⁷

Sin embargo, la región ha vivido muchos casos de abuso —originados por el control desproporcionado de los accionistas mayoritarios—, que han generado desconfianza entre los inversores.

Los miembros del Círculo de Empresas comprendieron la necesidad de ganarse la confianza de los inversores, concediendo más derechos a los accionistas. Introdujeron una serie de cambios que garantizaron una mejor valoración de sus empresas.

⁵⁷ *White Paper on Corporate Governance in Latin America*, documento acordado por los miembros de la Mesa Redonda Latinoamericana sobre Gobierno Corporativo, p. 15, 2003.

Un buen ejemplo de esta iniciativa es lo que el mercado denomina “derechos de acompañamiento”. Las empresas otorgan a todos los accionistas los mismos derechos que a los accionistas mayoritarios en caso de que cambie el control.⁵⁸

Ultrapar otorga derechos de acompañamiento tras una OPA

Un año después de su OPA de 1999, **Ultrapar** otorgó derechos de acompañamiento a todos sus accionistas, lo que garantiza un trato equitativo a los accionistas minoritarios, si hubiese un cambio en el control de la empresa al vender el accionista mayoritario su participación.⁵⁹ Esta estrategia innovadora no se apreció inmediatamente, ya que el mercado tardó cierto tiempo en darse cuenta de que la empresa estaba firmemente comprometida con el cambio de su gobierno corporativo. Durante los primeros años, Ultrapar enfrentó dificultades en cuanto al precio de cotización de sus acciones. Sin embargo, en la segunda oferta, seis años después, la reacción del mercado cambió completamente, y la empresa fue valorada según los indicadores del mercado brasileño.

En 2004, Ultrapar incluyó los derechos de acompañamiento en su estatuto. Asimismo, hizo una distribución equitativa de dividendos entre los titulares de acciones ordinarias y preferidas. El objetivo era alinear los intereses de los accionistas ordinarios y los preferidos, facilitando la emisión de nuevas acciones en el mercado y cumpliendo las demandas de mayor liquidez.

“Esta es una medida muy importante para la materialización de un principio clave de gobierno corporativo: el alineamiento de los intereses de todos los accionistas. Con esta decisión, todos tienen los mismos derechos económicos que los familiares del fundador.”



—**Paulo Cunha**, Ultrapar, ex Director Ejecutivo y actual Presidente del Directorio

⁵⁸ Derechos de acompañamiento (*tag-along rights*, en Inglés): se refiere al concepto de reglas de oferta obligatorias, según las cuales, los accionistas minoritarios tienen derecho a recibir por lo menos un porcentaje determinado del precio pagado a los accionistas mayoritarios, en caso de que estos vendan su participación controlante. Antes de mayo de 1997, quien adquiría un bloque de control, debía hacer una oferta al resto de los accionistas con derecho de voto, al mismo precio ofertado a los accionistas mayoritarios. Por lo tanto, la ley de sociedades “original” (La ley 6.404/1976), estipulaba un derecho de acompañamiento del 100% para los accionistas minoritarios con derecho de voto. Sin embargo, la ley 9.457, promulgada en mayo de 1997, introdujo una enmienda, derogando este derecho. Una nueva enmienda a la ley de sociedades, la ley 10.303, promulgada en octubre de 2001, reinstaura, parcialmente, los derechos de acompañamiento para los accionistas minoritarios con derecho de voto — al 80% del precio ofertado al bloque de control. Por otro lado, desde 2001, algunas empresas decidieron, voluntariamente, otorgar derechos de acompañamiento a sus accionistas minoritarios (incluso a los que no poseen derechos de voto), superando los requerimientos mínimos de la ley brasileña. Los miembros del Círculo de Compañías estuvieron entre los pioneros de esta iniciativa. La decisión se tomó como parte del proceso, emprendido por algunas empresas, para adoptar mejores prácticas de gobierno corporativo. Actualmente, para cotizar en Nivel 2 de los segmentos especiales de cotización del BM&FBOVESPA, las empresas deben ofrecer derechos de acompañamiento del 80%, como mínimo, a los accionistas sin derecho de voto y del 100% a los accionistas con derecho de voto.

⁵⁹ Ver en detalle en el punto 5.2 del Capítulo 6.

Otros miembros del Círculo de Empresas también comprendieron la importancia de los derechos de acompañamiento.

NET reconoció que, para ser un líder en el gobierno corporativo, debía otorgar derechos de acompañamiento del 100% a todos los accionistas, sin excepción. La decisión ha dado frutos. Todos los grandes inversores institucionales a largo plazo, que se han convertido en accionistas de NET, han indicado claramente que tuvieron en cuenta esta iniciativa al invertir.

Hasta agosto de 2008, **Suzano Petroquímica** cotizaba en el segmento especial de gobierno corporativo del Nivel 2 del BM&FBOVESPA. El segmento le exigía ofrecer derechos de acompañamiento del 100% a los accionistas ordinarios y del 80% a los accionistas preferidos. En 2004, cuando la empresa decidió cotizar en ese segmento, el otorgamiento de derechos de acompañamiento del 80% para las acciones preferidas, superaba los requerimientos del 70% exigido por el Nivel 2 del BOVESPA. Al superar el nivel fijado por el segmento, la empresa demostró al mercado su determinación de convertirse en una alternativa atractiva para los inversores, ofreciendo incluso más ventajas y garantías.



Un buen gobierno trae recompensas

Un estudio académico de septiembre de 2007, revela que la iniciativa de las empresas brasileñas de otorgar derechos de acompañamiento superiores a los requeridos legalmente, fue reconocida y valorada por los inversores.⁶⁰ El estudio analiza 75 empresas que ofrecieron derechos de acompañamiento, por encima del mínimo estipulado en la legislación, entre 2002 y 2005.

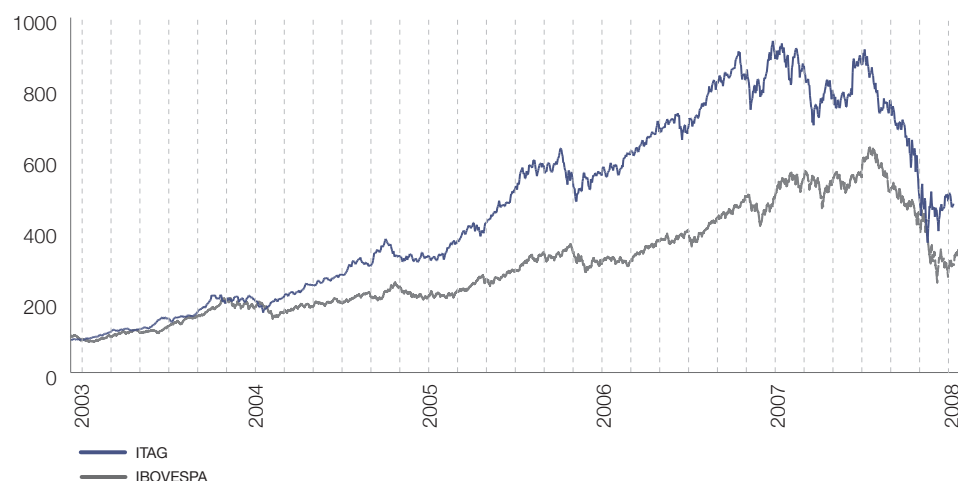
El resultado confirma la afirmación: un buen gobierno corporativo trae recompensas. El precio de las acciones de estas empresas se apreció un 60%, en el caso de las acciones con derecho a voto (ON); y aún más —un 78%— en el caso de las acciones sin derecho a voto (PN).

La Figura 4.4 compara el principal indicador del mercado de valores brasileño, con el desempeño de la cartera teórica de las empresas que ofrecen derechos de acompañamiento. La cartera teórica se creó en 2002 y su seguimiento comenzó en 2003.⁶¹

⁶⁰ NICOLAU, J.E. (2007). *Tag along mínimo: vale a pena ir além?* Dissertação (Mestrado em Administração) Instituto Coppead de Administração.

⁶¹ El índice del IBOVESPA es el principal indicador del desempeño promedio del mercado de valores brasileño. El ITAG (Índice para Acciones con Derechos de Acompañamiento) fue creado para medir el rendimiento de una cartera teórica compuesta por acciones de empresas que —en caso de una venta que cambie el control de la participación— ofrecen a los accionistas minoritarios condiciones más convenientes que las exigidas por ley. Fuente: BM&FBOVESPA.

Figura 4.4 IBOVESPA versus ITAG: Desempeño comparativo del precio de las acciones



Fuente: Economatica

3.4 Estableciendo reglas claras para abordar conflictos de interés

Para manejar eficazmente las situaciones que puedan desencadenar en conflictos de interés, es fundamental contar con pautas claras. La planificación previa puede ser de gran ayuda en este sentido.

Al planificar su estrategia de crecimiento, CCR debió enfrentar esta situación. La empresa estaba considerando una estructura accionaria bien diseñada, que incluiría una OPA en Novo Mercado.

El problema principal era cómo abordar el posible conflicto entre el rol de las empresas de construcción y los concesionarios, que tenían mayor participación en el bloque de control. Para responder a esta preocupación, la empresa desarrolló mecanismos internos de protección para manejar los servicios con partes vinculadas. Todos los contratos con partes vinculadas por más de R\$ 1 millón (USD470.000), o cualquier otra transacción con partes no vinculadas por encima de R\$ 2,7 millones (aproximadamente USD1,26 millones), debía ser aprobada por el directorio. Además, a pedido de un director de la empresa, todo contrato que superara R\$ 1 millón, con una parte vinculada, podía estar precedido por una evaluación independiente. Si tras un dictamen positivo de los evaluadores independientes, la incertidumbre persistía, se dispuso la posibilidad de rechazar el contrato con el veto del 25% del directorio.

El directorio de diez miembros de CCR, cuenta con cuatro representantes de los cuatro accionistas mayoritarios y dos miembros independientes. La sola existencia de un mecanismo explícito de control aplicable a todos, generó la transparencia necesaria para lograr confianza mutua. Parece que el mecanismo ha evitado eficazmente los posibles conflictos de interés en los contratos de la empresa: hasta ahora no se ha usado el mecanismo de veto.



Para tener en cuenta

Se recomienda que la empresa adopte una definición clara del concepto “conflicto de interés” y la forma de abordarlo. Las empresas pueden optar por una política independiente específica a los conflictos de interés, o incorporar el tema al código de conducta de la empresa.

4 Mejorando el entorno de control

Entre los elementos que integran el sistema de gobierno corporativo, el auditor externo independiente desempeña un papel fundamental, ya que puede generar confianza para otros agentes: el auditor asegura que los estados contables reflejan fielmente la situación patrimonial y el desempeño de la empresa. Para poder cumplir con su tarea, estos auditores realizan su trabajo con independencia de la empresa, su gerencia y sus accionistas mayoritarios. Esto genera confianza entre los accionistas y demás agentes de gobierno, respecto de la información contable de la empresa, y mejora la capacidad de la empresa para atraer inversiones.

El objetivo de la auditoría es permitir que el auditor externo exprese si los estados contables de la empresa se han preparado, en todos los aspectos relevantes, de conformidad con el marco de información financiera reconocido en el país en cuestión, y si dichos estados son fiables. Ofrece a todas las partes interesadas una opinión independiente sobre la situación patrimonial de la empresa y, si se realiza adecuadamente, debería demostrar la precisión de las cuentas.

En general, se recomienda contratar a los auditores por un período preestablecido, con la posibilidad de recontractación, tras una evaluación formal y documentada de su desempeño por parte del comité de auditoría del directorio. Las principales responsabilidades de este comité son asistir al directorio en:

- › Supervisar la integridad de los estados contables de la empresa
- › Revisar los controles financieros internos de la empresa y los sistemas internos de control y gestión de riesgos
- › Hacer el seguimiento y revisar la eficacia de la función de auditoría interna de la empresa
- › Recomendar al auditor externo —que luego el directorio someterá a la aprobación de los accionistas— y aprobar su remuneración y condiciones de contratación
- › Hacer el seguimiento y revisar la independencia y la objetividad del auditor externo y la eficacia del proceso de auditoría
- › Desarrollar e implementar políticas sobre la contratación del auditor externo para la prestación de otros servicios (no incluidos en los servicios de auditoría)
- › Garantizar que la empresa cumpla con todos los requerimientos legales y reglamentarios y demás regulaciones internas referidas a los controles internos

En muchas jurisdicciones, el uso determina que las empresas deben declarar su postura en relación con la contratación de auditores externos para la prestación de otros servicios (no de auditoría) y con respecto a conductas que podrían considerarse perjudiciales para la independencia del auditor.

Para tener en cuenta

Con frecuencia, junto con el informe de auditoría, el auditor externo presenta lo que se conoce como una “carta a la gerencia”. Las empresas que quieran implementar el buen gobierno corporativo deben solicitar esta carta. En general, este documento cubre todas las debilidades importantes halladas en los controles internos de la empresa y los procedimientos contables y operativos. El objetivo de la carta es ofrecer a la gerencia, recomendaciones constructivas de mejora para los procedimientos de control interno.

No es obligatorio comunicar a terceros las conclusiones recogidas en la carta a la gerencia, pero sí se deben tomar medidas correctivas. Si su empresa quiere atraer financiamiento externo, tenga en cuenta que, posiblemente, los inversores solicitarán una copia de la carta.

¿Está pensando en captar financiamiento externo para su empresa? Esté preparado. Los inversores pueden solicitar la carta a la gerencia de su auditor externo.

No ignore los sistemas de control interno. El directorio también debe garantizar que la gerencia establece y mantiene un sistema eficiente de controles internos para proteger las inversiones de los accionistas y los activos de la empresa. El control interno es un proceso ejecutado conjuntamente por el directorio, la gerencia y los empleados, con el objetivo de ofrecer garantías razonables de que se cumplan los siguientes objetivos:

- Informes financieros fiables y precisos
- Operaciones eficientes y eficaces
- Cumplimiento de la legislación y de las reglas y pautas internas de la empresa

¿Cómo establecer un sistema de control interno de este tipo?

Considere la posibilidad de seguir un marco generalmente reconocido, como la estructura establecida por el Comité de Organizaciones Patrocinadoras de la Comisión Treadway (COSO, en inglés), que publicó su Marco Integrado para Control Interno en 1992.⁶² En 2004, el COSO publicó una segunda guía, Marco Integrado para la Gestión del Riesgo Corporativo.⁶³ Este documento amplía el concepto de los controles internos para concentrarse en la gestión del riesgo en toda la empresa.

La función de la auditoría interna es un componente clave para el éxito de un marco de control interno. Este procedimiento se puede definir como un servicio de asesoría que garantiza independencia y objetividad destinado a agregar valor y mejorar las operaciones de una organización.⁶⁴ Ayuda a una empresa a alcanzar sus objetivos, mediante la introducción de un método sistemático y disciplinado de evaluación y mejora de la eficacia de la gestión del riesgo, los controles y los procesos de gobierno corporativo.

Las auditorías internas engloban las actividades financieras y las operaciones — incluyendo sistemas, producción, ingeniería, comercialización y recursos humanos. Si bien su objetivo es

⁶² COSO, Internal Control—Integrated Framework, http://www.coso.org/publications/executive_summary_integrated_framework.htm.

⁶³ COSO, Internal Control—Integrated Framework, http://www.coso.org/publications/executive_summary_integrated_framework.htm.

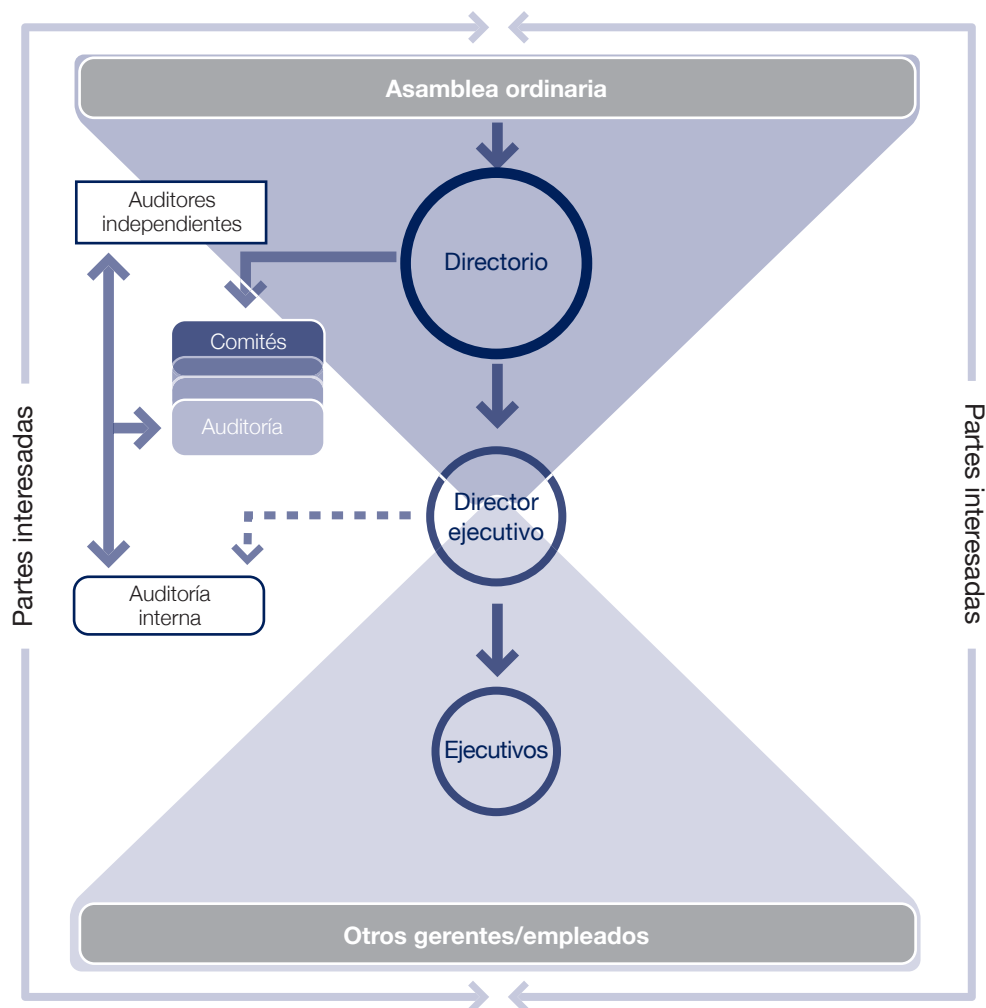
⁶⁴ INSTITUTO DE AUDITORES INTERNOS, www.theiia.org.

ayudar a la gerencia, las buenas prácticas de gobierno corporativo recomiendan que el responsable de la auditoría interna también presente un informe al comité de auditoría y al directorio de la empresa. Las auditorías internas revisan y garantizan:

- › La fiabilidad e integridad de la información
- › El cumplimiento de las políticas y los reglamentos
- › El uso eficiente y eficaz —con respecto a los costos— de los recursos
- › La protección de los activos
- › El logro de las metas y los objetivos operativos fijados

La Figura 4.5 ejemplifica un sistema de gobierno del control interno.

Figura 4.5 El auditor independiente y la auditoría interna en el sistema de gobierno corporativo



Fuente: Better Governance

Naturalmente, las empresas del Círculo han seguido enfoques diversos al abordar estos asuntos, según sus circunstancias particulares.

El comité de auditoría selecciona a los auditores externos de Atlas

En **Atlas**, es el comité de auditoría del directorio quien adopta las decisiones sobre la selección y la remuneración de los auditores externos independientes. Cada año, se solicita una propuesta formal, en función de las actividades para el ejercicio siguiente. El director ejecutivo se encarga de esta tarea y presenta su recomendación al comité de auditoría. A través del comité de auditoría, el directorio es quien aprueba definitivamente la elección de la empresa de auditoría y la remuneración del auditor. Las decisiones se documentan en las actas de asamblea.

“... El auditor interno de Atlas debe responder directamente al comité de auditoría del directorio. Desde 2005, esta auditoría interna se ha contratado externamente y es realizada por una empresa de renombre internacional. Se llegó a un acuerdo para que este proveedor externo presente un plan de trabajo anual, teniendo en cuenta la evaluación de riesgo de la empresa. Tras el debate del comité de auditoría y la gerencia, se elabora un plan de trabajo detallado y se negocian los honorarios anuales. Cada tres meses, se presenta un informe del trabajo en curso al comité de auditoría. La decisión de contratar el servicio externamente se tomó para aprovechar la capacidad de la empresa contratada para evaluar los riesgos y los controles y procedimientos internos. Al ser una empresa que opera a escala mundial, puede incorporar fácilmente las mejores prácticas a este trabajo. Con los años, nuestro comité de auditoría ha podido comprobarlo.”



—**Roberto Truque Harrington,**
Atlas, Director Financiero

El departamento de auditoría interna garantiza la calidad

En el caso de **Ferreiros**, la empresa cuenta con un departamento de auditoría interna y una política de contratación de auditoría externa para, para garantizar la calidad y la transparencia de la información. Lo más destacado en este aspecto es:

- El directorio selecciona a la empresa que audita sus estados contables.
- La política de contratación de la empresa permite la renovación anual del contrato.
- La prórroga de las condiciones a cinco años requiere una evaluación más exhaustiva del nivel de desempeño.
- Incluso si se renueva el contrato, debe haber rotación del auditor principal.

- La política de contratación prohíbe contratar a la empresa de auditoría para otros servicios que no sean auditar los estados contables.
- Los servicios jurídicos y fiscales, están en manos de empresas no vinculadas.

La independencia del departamento de auditoría interna de Buenaventura

En Buenaventura, de conformidad con las mejores prácticas de gobierno corporativo y con la Ley Sarbanes-Oxley, el departamento de auditoría interna es independiente y debe responder directamente al comité de auditoría de la empresa. Este departamento es responsable de:

- Comprobar, evaluar y analizar el sistema de controles internos establecido y mantenido por la gerencia, para salvaguardar los activos de la empresa y garantizar la precisión de los registros financieros
- Verificar que los procesos cumplan todas las políticas y los procedimientos de la empresa
- Fomentar la eficiencia operativa cuando sea necesario
- Elaborar, anualmente, un plan de auditoría general para someterlo a la revisión y aprobación del comité de auditoría

5 Transparencia y divulgación de la información

La divulgación oportuna y precisa de información es esencial para los accionistas, los posibles inversores, las autoridades regulatorias y otras partes interesadas. El acceso a información importante, ayuda a los accionistas a proteger sus derechos y mejorar la capacidad de los participantes del mercado a tomar buenas decisiones económicas. La divulgación posibilita la evaluación y la supervisión de la gerencia y la responsabiliza frente a la empresa y los accionistas. Esta práctica beneficia a la empresa porque le permite mostrarse responsable ante los accionistas, actuar de manera transparente frente al mercado y mantener la confianza del público. Asimismo, la información sirve para que acreedores, proveedores, clientes y empleados puedan evaluar su posición, responder a los cambios y moldear su relación con la empresa.



Mejores prácticas

En el Marco Normativo Moderno para el Derecho Societario en Europa, un grupo de expertos europeos, el Grupo de Alto Nivel sobre Derecho Societario, señala la importancia de la divulgación de información⁶⁵:

La divulgación obligatoria de información puede ser una herramienta poderosa del derecho societario. Mejora la responsabilidad y la transparencia del gobierno y los asuntos de la empresa. El simple hecho de que se deban revelar, por ejemplo, las estructuras de gobierno o ciertos actos o hechos puntuales y que, por lo tanto, deban ser explicados, crea un incentivo para alejarse de las estructuras ajenas a las buenas prácticas y para evitar medidas que violen las obligaciones fiduciarias o normativas, o que puedan ser criticadas por salirse de las mejores prácticas. Para quienes participan u operan con empresas, la información es un elemento necesario para poder evaluar su posición y responder a los cambios que los afectan.

⁶⁵ Informe del Grupo de Alto Nivel sobre Derecho Societario (*High Level Group of Company Law Experts*) sobre un Marco Regulatorio Moderno para el Derecho Societario en Europa (*Modern Regulatory Framework for Company Law in Europe*) (4 de noviembre de 2002). Bruselas. Disponible en: http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/modern/report_en.pdf.

Las empresas que cotizan en bolsa están sujetas a un régimen más estricto que las empresas privadas o familiares. La divulgación de información en las empresas que cotizan en bolsa, debe estar estrictamente regulada por la gran repercusión que tendría un posible fraude en sus miles de accionistas. Dada la importancia de los mercados de capitales en una economía moderna, es comprensible que los gobiernos tengan mucho interés en garantizar la integridad del sistema financiero. Para estas empresas, el número creciente de requerimientos de divulgación, es el precio a pagar por el acceso a los cuantiosos fondos disponibles en los mercados de capitales.

Por otro lado, en general, las empresas privadas sólo deben cumplir algunos requerimientos mínimos de divulgación. Sin embargo, deben revelar suficiente información (financiera y no financiera) para que el mercado y los posibles inversores comprendan su estrategia y sus operaciones. Esto es muy importante si la empresa está interesada en captar nuevos inversores.



Para tener en cuenta

Los requisitos de divulgación de información son diferentes para las empresas que cotizan en bolsa y las privadas o familiares. Si su empresa se está preparando para ingresar en el régimen de oferta pública, tenga en cuenta que deberá cumplir requerimientos más estrictos.

5.1 Organizando la divulgación de información



Mejores prácticas

Los Principios de Gobierno Corporativo de la OCDE sugieren "... la divulgación oportuna y precisa de todas las cuestiones materiales relativas a la sociedad, incluida la situación financiera, los resultados, la titularidad y el gobierno de la empresa".⁶⁶

El concepto clave que subyace en la recomendación de la OCDE es la relevancia. Explicado de manera simple, la relevancia se refiere a la información que, de ser omitida o tergiversada, podría afectar las decisiones económicas de los usuarios de la información. La relevancia también puede definirse como una característica de la información, o de un hecho, que la vuelve suficientemente importante como para afectar el precio de las acciones de la empresa.

La información debe estar organizada y bien preparada antes de ser divulgada, para que el mercado pueda absorberla fácilmente. Las empresas deben definir:

- › Qué otra información deberían divulgar, además de la que ya exige la ley
- › El tipo de información que quieren, y se comprometen, a comunicar al mercado y otras partes interesadas en la empresa

⁶⁶ OCDE, Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos (2004). Principios de Gobierno Corporativo. Principio V sobre divulgación de la información y transparencia. Disponible en: <http://www.oecd.org/DATAOECD/32/18/31557724.pdf>.

- › Quién está autorizado a divulgar la información en nombre de la empresa
- › Cómo se recopila y verifica la información relevante
- › Quién es responsable de reunir y verificar la información

En general, las empresas con prácticas avanzadas de gobierno corporativo, cuentan con una política de divulgación que regula estos puntos. Estas empresas suelen designar a un órgano corporativo o a un oficial, que es responsable de garantizar que todos cumplan con dicha política. Con frecuencia, se trata de un órgano del directorio, como un comité de auditoría u otro comité independiente.

El comité de revelaciones de Homex desempeña un papel informativo

Homex ha creado un comité de revelaciones para informar a la comunidad de inversores, a los entes reguladores y a terceros, sobre los acontecimientos significativos relacionados con los cambios en el gobierno corporativo, la situación contable y patrimonial de la empresa, además de otras cuestiones administrativas, operativas y extraordinarias o no recurrentes. La política de la empresa de divulgar información que pueda tener un impacto directo sobre el precio de las acciones, se centra en comunicar puntualmente la información a la comunidad financiera. Los principales objetivos del comité de revelaciones de Homex son:

Identificar y divulgar ciertos hechos financieros y operativos según la política de divulgación y las normas de la SEC y la CNBV

Garantizar el registro, el procesamiento y la comunicación de la información divulgada dentro de los plazos fijados por el departamento de control interno, partiendo de los plazos dispuestos por la Bolsa Mexicana de Valores

Confirmar, comprobar y comunicar la existencia, la implementación, el mantenimiento, el diseño y la evaluación del sistema de control y los procedimientos de divulgación de los miembros del directorio, el director ejecutivo y el director financiero

Ejemplo: Buenaventura

El Comité de Divulgación de Buenaventura

El comité de divulgación de Buenaventura incluye a la alta gerencia. Buenaventura creó este comité, integrado por el director financiero, el vicepresidente de exploraciones y el supervisor, para evaluar el contenido de la información y el momento de su comunicación al mercado. En el caso de las comunicaciones trimestrales, la información se revisa y debate en la reunión del directorio previa a su divulgación.

Parte del proceso de evaluación, ha conllevado una revisión de la eficacia del diseño y el funcionamiento de los controles y los procedimientos de divulgación de la empresa, desde el cierre del ejercicio 2006. La alta gerencia de la empresa —incluidos el director ejecutivo y el director financiero— integra el equipo. Conclusión: la empresa logra garantizar, razonablemente, que la información requerida será divulgada y presentada en los informes correspondientes de conformidad con la Ley del Mercado de Valores de Estados Unidos.

¿Por qué Buenaventura adoptó estas medidas?

Los líderes de la empresa están convencidos de que suministrar información puntual y precisa al mercado, ayudará a la empresa a ganar y mantener su confianza, con repercusiones positivas en la liquidez y la creación de valor.

De hecho, Buenaventura cuenta con un proceso sofisticado para cumplir con los requerimientos de cotización del Mercado de Valores de Lima y el NYSE, que podría servir como punto de partida a las empresas más pequeñas, al considerar el modo de divulgar la información relevante a sus diferentes interesados.

El concepto básico, independientemente del tamaño de la empresa, es:

- Organizar el contenido
- Involucrar al personal competente en la materia para que valide el contenido
- Planear la divulgación de la información, teniendo en cuenta las necesidades de todas las audiencias



Para tener en cuenta

Al igual que las empresas que cotizan en bolsa, las demás empresas deberían considerar la divulgación de mayor información a todos los interesados, en un pie de igualdad — siguiendo la recomendación de Buenaventura presentada en el ejemplo anterior. Esto garantizará el respeto del principio de imparcialidad y transparencia, y contribuirá a evitar los malentendidos o conflictos que podrían surgir entre las diversas partes interesadas, debido a la desigualdad de información suministrada por la empresa. Esto se aplica especialmente a las diversas fuentes de capital de la empresa, que incluyen a los acreedores y los grupos de accionistas minoritarios. La divulgación simultánea de la información a todas las partes con intereses financieros, con el cuidado subrayado en esta sección, generará una percepción positiva de la empresa y lo ayudará a prepararse para futuras iniciativas que requieran recurrir a otras fuentes del mercado de capitales.



5.2 Comunicación con el mercado: mucho más que transparencia

En la era de las comunicaciones instantáneas y continuas, la competencia por capital exige mucho más que transparencia. También hay que dominar el arte de la comunicación con los inversores existentes y potenciales.

La comunicación eficaz de las actividades de una empresa requiere la existencia de canales eficaces, claridad en el contenido divulgado y una estrategia para dirigirse a la comunidad de inversores. En general, las empresas crean estructuras internas o designan a un responsable de las relaciones con los inversores. Esto es lo que hacen los departamentos de relaciones con el inversor (RI)⁶⁷:

⁶⁷ COLE, B. M. (2003). The new investor relations: expert perspectives on the state of art. Bloomberg Press.

- › Desarrollar y mantener una política corporativa de divulgación y establecer el proceso para la revelación oportuna de información relevante
- › Gestionar la serie de informes financieros exigidos para los accionistas, las agencias regulatorias y los mercados de valores
- › Desarrollar programas para aumentar la conciencia y el conocimiento sobre la empresa
- › Desarrollar y alimentar las relaciones con la comunidad de inversores

Actualmente, la función de RI está atravesando algunos cambios fomentados por las nuevas demandas del entorno de comunicación constante. Hoy, la comunicación con el mercado puede abarcar a un público más amplio que los propios inversores. Las iniciativas de comunicación tienden a enfocarse en todas las partes interesadas.

Por lo tanto, dado que las iniciativas de RI se dirigen a los inversores y a varios objetivos de comunicación diferentes, el departamento debe interactuar con otros sectores de la empresa para fomentar el correcto entendimiento de la empresa y sus operaciones comerciales.

Se trata de un concepto novedoso en el mercado, aunque es probable que vaya ganando mayor adhesión en el futuro.

La comunicación trasciende la dimensión económica, para cubrir aspectos sociales y ambientales, prácticas de gobierno corporativo, normas de ética y conducta, etc. Las empresas deben informar sus operaciones y resultados. Además, deben compartir los detalles sobre el modo en que lograron estos resultados y el tipo de prácticas que tuvieron que implementar.

La nueva estrategia de comunicación corporativa es muy diferente de la antigua forma de comunicación unilateral. Antes, las empresas sólo compartían las buenas noticias — mensajes positivos susceptibles de ayudarla a mejorar su imagen en el mercado.

Cada vez más, los canales de relación de la empresa sustituyen las prácticas anteriores. Estos canales permiten a la empresa escuchar las perspectivas de los accionistas e incorporarlas a sus operaciones. En su comunicación con los accionistas debe tener en cuenta los principios de transparencia, imparcialidad y responsabilidad. Las iniciativas deberían incluir el intercambio de información sobre todos los factores positivos de la empresa, pero también las malas noticias, que podrían repercutir sobre varios interesados.

El resultado de esta doble comunicación: más credibilidad y relaciones más sólidas. Estos principios se aplican a todas las empresas, pero son especialmente importantes para las que cotizan en bolsa — donde los sistemas de comunicación son más sofisticados. Al diseñar su estrategia de comunicación, asegúrese de fijar una serie de mecanismos de amplia cobertura con las partes interesadas, entre ellos:

- › Sitio web corporativo
- › Memoria
- › Asamblea anual de accionistas
- › Comunicados de prensa
- › Comunicación por correo electrónico
- › Encuentros cara a cara
- › Teleconferencias

Entre los contenidos incluidos en estos vehículos de comunicación, encontramos:

- Políticas corporativas, que incluyen:
 - + Divulgación
 - + Información interna
 - + Riesgo
- Principios y estructura de gobierno corporativo:
 - + Estructura de la propiedad
 - + Estatutos y reglas internas
 - + Código de conducta corporativo
 - + Código de gobierno corporativo
- Informes financieros:
 - + Informes de analistas
 - + Hechos esenciales
- Agenda anual corporativa (calendario corporativo)
- Notificación y actas de asamblea (AGM y reuniones del directorio)

Cabe subrayar, una vez más, que el cumplimiento de las formalidades legales sólo es una parte del esfuerzo por comunicarse eficazmente con el mercado. El objetivo global de la función de RI, es desarrollar un canal de comunicación eficaz con las partes interesadas.

Los miembros del Círculo de Empresas van más allá de lo que dicta la ley. Afirman que han superado los requerimientos en lo referido a la creación de relaciones con los inversores, siempre intentando mejorar los resultados.

“ Aunque el mercado tiene su propio sistema de comunicación, hemos aprendido que no es suficiente. Las empresas no deben depender de los canales formales establecidos por los reguladores y las organizaciones del mercado, sino asumir el desafío de llegar a los agentes y al grupo de inversores deseado. Las reuniones y las ferias presentan buenas oportunidades, y el esfuerzo y el tiempo dedicados a su preparación valen la pena.”



—**Diego Artiñano**, Atlas, Director Ejecutivo

Ejemplo: Natura

La visión de Natura sobre la relación con los inversores

Natura creó un departamento de relaciones con el inversor dedicado específicamente a los inversores, los accionistas y los analistas del mercado de capitales. Éstas son las responsabilidades de los gerentes del departamento:

- Asistir a los inversores
- Informar sobre el desempeño, mediante la elaboración de un documento de análisis de los resultados trimestrales de la empresa: la empresa debe publicar sus resultados trimestralmente, mediante un informe, que puede contener o no la información prevista. La mejor referencia es conocer la empresa y el sector en que opera.
- Coordinar y gestionar las teleconferencias con los inversores en portugués e inglés
- Crear y poner en marcha una política de relaciones con los inversores
- Divulgar y negociar políticas
- Crear y poner en marcha una política de procedimientos
- Definir la divulgación de información
- Desarrollar informes de sus actividades

El director del departamento de relaciones con el inversor se encarga de explicar los resultados de la empresa de manera creíble, influyendo de manera positiva en la percepción del riesgo y reduciendo, por lo tanto, el costo del capital. Además de las habilidades financieras, la actividad exige una fuerte capacidad comercial para transmitir eficientemente el mensaje a los inversores. En última instancia, la labor del director consiste en ayudar a los participantes del mercado de capitales (analistas de vendedores y compradores, gerentes de fondos y particulares) a entender el negocio de la empresa. Estos participantes aportan inteligencia comercial, y los gerentes deben tenerlo en cuenta al desarrollar su imagen y credibilidad.

La experiencia de Natura es que la gestión de las relaciones con el inversor debe ser sencilla: un gerente principal, un gerente con dedicación exclusiva, un coordinador y un asistente administrativo. Con un departamento pequeño y la necesidad de personal auxiliar para cuestiones relacionadas con la RI, las responsabilidades del gerente y coordinador suelen solaparse. Sin embargo, cada tema específico siempre cuenta con un responsable.

- **El gerente con dedicación exclusiva:** analiza los resultados, elabora informes sobre el desempeño trimestral, mantiene el contacto directo con los inversores y, junto con el gerente principal, organiza teleconferencias, presentaciones y otras actividades
- **El coordinador:** mantiene el sitio web, el sistema de comunicación con los inversores por correo electrónico y los informes emitidos por el departamento, comparte la custodia de la entidad depositaria, actualiza la información en Novo Mercado del BM&FBOVESPA y mantiene contactos con asociaciones de inversores y agencias regulatorias

Debido a su tamaño reducido, el departamento suele necesitar asistencia adicional y contrata los servicios de terceros para:

- Organizar encuentros con inversores, teleconferencias y presentaciones ante la Asociación de Analistas y Profesionales de Inversiones en el Mercado de Capitales de Brasil (Apimec) y preparar encuestas para evaluar la percepción del mercado de capitales.

- Garantizar la coherencia del lenguaje y el mensaje de inversión e identificar y respaldar la implantación de las mejores prácticas del mercado, especialmente en el sitio web, la herramienta de comunicación más importante para los RI. Esto ayuda a la empresa a acceder a capital y recursos crediticios.
- Prestar servicios de teleconferencias, avisos comerciales y traductores.

Dificultades para atraer y retener los mejores talentos para las comunicaciones. La función del departamento de relaciones con el inversor (RI) es compleja y requiere de personas hábiles y capacitadas para obtener los resultados deseados. Como demuestra la experiencia de NET, no siempre es fácil encontrar a la persona adecuada. Al igual que otras empresas de Brasil, NET tuvo dificultades para obtener los resultados deseados y lograr la participación de su director ejecutivo.

Con el rápido crecimiento de los mercados de capitales en Brasil, todas las empresas que cotizan en bolsa, y las que se disponen a hacerlo, enfrentan dificultades en la identificación y la contratación de talentos para sus equipos de RI. Estos equipos son relativamente nuevos en las empresas y, en algunos casos, siguen teniendo un papel poco definido dentro de la organización. Además de estar dispuestos a viajar entre São Paulo, Londres y Nueva York, los candidatos deben tener mucha energía y determinación, una sólida formación en contabilidad, una buena visión estratégica y dominio del inglés. Aunque extender la remuneración a largo plazo a los principales miembros del departamento de RI ha contribuido a su retención, esta medida por sí sola no resuelve la situación.

Para motivar a su equipo de relaciones con el inversor —y para aumentar la retención de los mejores talentos—, NET también les ofrece experiencia interna con la mayor presencia posible en las reuniones de estrategia, patrocina su formación externa e involucra al director ejecutivo en el proceso. El objetivo: un equipo que no se limite a repetir lo que está escrito en los estados contables, sino que se sienta parte de la dirección y esté comprometido con el éxito de la empresa.

Ejemplo: Homex

Amplias responsabilidades para el equipo de relación con el inversor (Inversionist Homex)

El programa de relación con el inversor de **Homex** tiene un enfoque integral. Algunas de las responsabilidades del equipo son:

- Comunicar de manera eficaz y puntual las perspectivas comerciales y los resultados financieros de la empresa a la comunidad financiera, los analistas, las agencias de calificación, el gobierno, la prensa y las cámaras representativas, los miembros del directorio y el equipo gerencial, distinguiendo entre los diferentes intereses de cada audiencia.
- Asistir en la definición y la integración de la estrategia de comunicación de los resultados financieros y las perspectivas comerciales.

⁶⁸ Ver nota a la versión en español al comienzo del libro.

- Analizar, integrar y comunicar los resultados financieros: Al ser una empresa mexicana que cotiza, tanto en el Mercado de Valores de Nueva York como en la Bolsa de Valores de México, todas las iniciativas de comunicación se realizan en español y en inglés, para que ambos mercados puedan adoptar sus decisiones de inversión basándose en la misma información. Así, la empresa mantiene una comunicación abierta y fiable en ambos mercados, garantizando la coherencia de su mensaje.
- Mantener informados al equipo gerencial y al directorio: El equipo de RI elabora informes trimestrales que incluyen análisis comparativos de los resultados de la empresa con los de sus principales competidores. Los informes ayudan a los gerentes a identificar y definir las diferencias operativas que pueden contribuir a que la empresa desarrolle un mensaje más enérgico para la comunidad financiera y otros sectores.
- Retener y atraer nuevos inversores: Dos veces al año, el equipo de RI realiza un análisis de percepción y focalización. Esto ayuda a establecer un plan de contacto permanente. También aumenta la exposición de la empresa en los mercados de capitales. El análisis de focalización ayuda a la empresa a identificar fuentes de demanda, diversificar la base accionaria y generar actividad comercial y liquidez — lo que aumenta la eficiencia de las iniciativas del RI.
- Organizar Road Shows: Partiendo de los resultados del análisis de focalización, el equipo de RI planea un encuentro informativo informal. El director ejecutivo y el director financiero, junto con el equipo de RI, se reúnen con los inversores más importantes para ponerlos al día sobre la estrategia de la empresa y desarrollar sus conocimientos y mejorar su entendimiento del sector de la construcción de viviendas.

Una vez al año, Homex patrocina —junto con otras cuatro empresas de construcción de México, que cotizan en bolsa— el “Mexican Housing Day”, para mejorar el entendimiento de la comunidad de inversores sobre la operación del sector en el país. Los eventos incluyen ponencias de funcionarios gubernamentales del sector de la vivienda, sobre la situación actual de la industria y las perspectivas a futuro. Este evento lleva celebrándose cinco años seguidos en Nueva York y, en los últimos dos años, también se ha celebrado en Londres. Ha tenido buena acogida y un efecto positivo en los asistentes y los participantes del mercado. El equipo de RI de Homex desempeña un papel fundamental en la organización de estas actividades.

El grupo también organiza anualmente el “Homex Day”, al que se invita a accionistas y analistas clave. Esta es una oportunidad para compartir con actores importantes más información sobre la historia de Homex, los cimientos del negocio y el sector de la construcción de viviendas en general.

El sitio web de la empresa también se ha convertido en un importante canal de comunicación. Claramente, los inversores confían en el sitio para verificar los datos de la empresa, buscar información financiera y evaluar y reafirmar su inversión en la empresa. En 2007, Homex recibió el premio al Mejor Sitio Web de Relaciones con el Inversor. La empresa también obtuvo el premio al Mejor Proceso de Comunicación y Divulgación de Resultados en México, otorgado por IR Global Rankings.

En Homex, el equipo de relación con el inversor ayuda a la empresa a explorar otras oportunidades para obtener mayor exposición. Por ejemplo, cada año, la empresa tiene una fuerte presencia en todas las conferencias importantes de analistas, ya que son una excelente oportunidad para comunicarse con los accionistas actuales y conocer a nuevos inversores interesados en la empresa.

En este capítulo se han analizado en profundidad temas relacionados con el desarrollo de mejoras específicas del gobierno corporativo. Es un proceso complejo. Aunque hay similitudes entre las empresas, determinar la estrategia de cada una depende de sus circunstancias particulares. Para ayudar a las empresas con este proceso, se ofrece un cuestionario de referencia en el Anexo 3. Es una herramienta de autoevaluación con 100 preguntas para ayudar a las empresas a identificar deficiencias y necesidades específicas en el gobierno corporativo, y definir y refinar sus estrategias.

Para seguir pensando y debatiendo

- Partiendo del análisis anterior sobre la composición, el desempeño y la supervisión del directorio, piense en su propia empresa y cómo abordaría el tema. ¿Qué tipo de mejoras debería implementar en su directorio, en función de sus circunstancias particulares?
- En base a las experiencias de los miembros del Círculo de Empresas, identifique modos para que sus asambleas incluyan a una base más amplia de accionistas.
- ¿Qué tipo de mejoras en la transparencia y la divulgación de información necesita su empresa? Identifique algunas medidas para adoptar dichas mejoras.
- ¿Qué nivel de eficacia tiene la comunicación en su empresa? Haga una lista de las maneras de mejorarla.



5

DESAFÍOS DE GOBIERNO CORPORATIVO PARA EMPRESAS FAMILIARES

Índice 
Índice de Términos 





Capítulo 5

Desafíos de gobierno corporativo para empresas familiares



MENSAJES CLAVE

Hasta cierto punto, el control familiar tiene ventajas. Los estudios académicos y la experiencia de muchas empresas e inversores, demuestran que un cierto grado de participación/control familiar conlleva ventajas positivas para la empresa y sus accionistas.

La empresa familiar enfrenta desafíos únicos. El fracaso de varias empresas familiares demuestra que estas enfrentan a múltiples retos que pueden destruir valor para los accionistas o incluso el propio negocio.

Las medidas de gobierno corporativo tienden a lograr el éxito a largo plazo y sirven para evitar problemas familiares. Las medidas de gobierno corporativo, a nivel familiar y comercial, aportan una buena solución a las dificultades de la propiedad familiar, y suelen ser indispensables para el éxito de la empresa a largo plazo y para evitar conflictos en la familia propietaria, especialmente en relación con las generaciones venideras.

"... Tenemos dos opciones; no hay decisiones buenas o malas, ninguna es mejor que otra. Pero cualquier decisión tomada es definitiva. No hay vuelta atrás. Podemos seguir siendo un negocio familiar, como en la época de mi abuelo y mi padre, o convertirnos en una empresa profesional con una estrategia firme y clara en el mercado de capitales."



—**David Feffer**, Suzano, Presidente del Directorio—Palabras Pronunciadas al dirigirse a sus familiares, tras de la muerte de su padre



Las empresas pertenecientes a o controladas por una familia son el principal tipo de organizaciones empresariales en los países de América Latina. Incluso muchas de las grandes empresas que cotizan en bolsa forman parte de este grupo. De hecho, un estudio reciente de Brasil, reveló que el 51,5% de las 200 empresas más grandes que cotizan en bolsa están controladas por familias.⁶⁹

El predominio de empresas familiares genera desafíos y oportunidades especiales de gobierno corporativo, que no siempre se tienen en cuenta en los mercados donde la propiedad está dispersa y la gerencia integrada principalmente por especialistas externos y contratados. Sin embargo, en los mercados latinoamericanos, todo debate sobre las mejoras de gobierno corporativo debe abordar los desafíos singulares que enfrenta la empresa familiar.

Este capítulo analiza:

- › Cuál es la percepción de los inversores del negocio familiar y las ventajas de la propiedad familiar
- › Cuáles son los desafíos relacionados con el control familiar
- › Cuáles son las posibles soluciones de gobierno corporativo destinadas a dar respuesta a las preocupaciones del inversor sobre la propiedad familiar
- › Anécdotas relatadas por sus protagonistas sobre las dificultades de gobierno de las empresas familiares

1 Ventajas del negocio familiar

Según factores diversos, la propiedad familiar puede considerarse una oportunidad o una amenaza. Si la empresa y la familia —el accionista mayoritario— pueden responder a las preocupaciones de la comunidad de inversores, su participación y compromiso con el negocio, pueden considerarse un valor agregado.

Los inversores —tanto accionistas como acreedores— pueden desconfiar de las empresas controladas por familias, temiendo el riesgo de que la familia propietaria abuse de los derechos de otros accionistas. Por lo tanto, es probable que los inversores examinen cuidadosamente estas empresas antes de involucrarse e invertir.

Hay una larga lista de empresas familiares con una gran concentración de la propiedad, escasa transparencia y falta de responsabilidad e imparcialidad — características que desencadenaron en el abuso de los derechos de sus accionistas minoritarios.⁷⁰

Desde la perspectiva de un inversor, la clave reside en establecer condiciones adecuadas de gobierno corporativo, para que los aspectos positivos de la propiedad familiar se complementen con garantías de reconocimiento y respeto por los derechos de los inversores.

La percepción de los inversores sobre la concentración de la propiedad y el valor asociado con ella, se pone de manifiesto en un informe sobre empresas del mercado emergente, publicado a principios de 2007 por Citigroup Global Markets. El análisis sugiere que los inversores

⁶⁹ SILVEIRA, A. Di M. da, LEAL, R. P., CARVALHAL-DA-SILVA, A. L., & BARROS, L. A. (2007). Evolution and determinants of firm-level corporate governance quality in Brazil. Disponible en SSRN: <<http://ssrn.com/abstract=995764>>

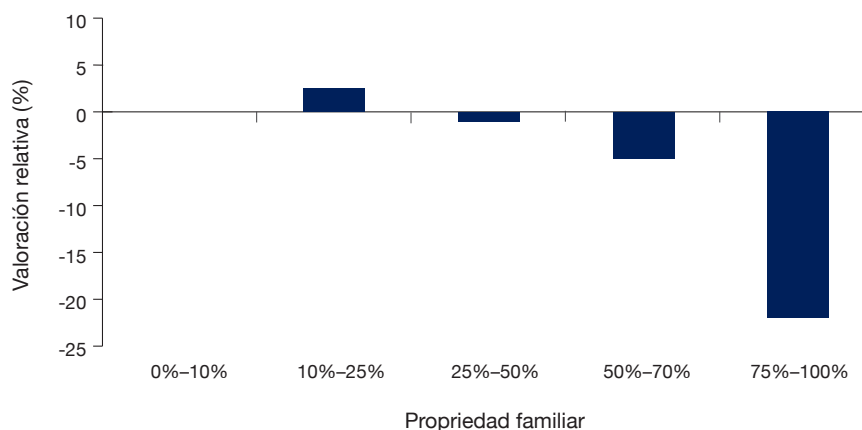
⁷⁰ LA PORTA, R., LOPEZ-DE-SILANES, F., SHLEIFER, A., & VISHNY, R. (2000). Investor protection and corporate governance. *Journal of Financial Economics*, 58, pp. 3–27.

ANDERSON, R. C.; REEB, D. M. (2004). Board Composition: Balancing Family Influence in S&P 500 Firms. *Administrative Sciences Quarterly* v.49, Disponible en SSRN: <http://ssrn.com/abstract=590305>, pp. 209–237.

CLAESSENS, S.; DJANKOV, S., and LANG, L.H.P (1998), Expropriation of Minority Shareholders: Evidence from East Asia, Mimeo, World Bank, Washington D.C., Research Paper 2088, pp. 33.

otorgan una prima de valoración del 3% a las empresas donde los familiares ejercen un control significativo pero no absoluto. Por el contrario, los inversores califican con un 5%–20% menos a las empresas del mercado emergente donde los accionistas mayoritarios son la familia. Ver la Figura 5.1.

Figura 5.1 Valoración relativa de la propiedad familiar en los mercados emergentes⁷¹



Fuentes: FactSet y Citigroup Financial Strategy Group

La investigación cuantifica el valor del buen gobierno corporativo en las empresas familiares. En un estudio realizado por el Profesor Panikkos Poutziouris⁷² del Instituto Chipriota de Gestión, sobre 42 empresas que cotizan en el mercado de valores de Londres, las empresas familiares superaron a sus rivales en un 40% entre 1999 y 2005. Sin embargo, el estudio también muestra que el desempeño superior del Índice de empresas familiares⁷³ sólo se da cuando hay armonía entre los intereses de los accionistas y la gerencia.

El estudio de Credit Suisse⁷⁴ también demostró que las empresas familiares tienen mejores resultados: a largo plazo, estas empresas tienden a lograr rendimientos superiores y mayor rentabilidad que las que poseen una participación accionaria fragmentada. Los analistas de Credit Suisse compararon el desempeño de las acciones de empresas europeas con una importante influencia familiar, al de empresas con una amplia base de accionistas. El estudio reveló varios factores que contribuyen al éxito de la empresa familiar:

- Los accionistas mayoritarios y la gerencia se enfocan en estrategias a mayor plazo, en lugar limitarse a tratar de superar los resultados trimestrales

⁷¹ CITIGROUP GLOBAL MARKETS. (2007). *What investors want: how emerging market firms should respond to the global investor*. Este informe analiza el patrón de comportamiento de los accionistas de las 1.500 empresas de mayor envergadura que cotizan en bolsa en los mercados emergentes (representadas por el índice "EM 1500"). El EM 1500 representa a las 1.500 empresas líderes —por capitalización del mercado en dólares estadounidenses— de fines de 2005. Es un subconjunto de los índices de Citigroup/BMI y la IFC que, esencialmente, incluyen a todas las empresas que cotizan en bolsa con una capitalización de mercado superior a \$ 300 millones, en las zonas de Asia (excluyendo Japón), Europa central y del este, el medio oriente, África y América Latina. Toda la información financiera del EM 1500 proviene de la empresa Bloomberg.

⁷² POUTZIOURIS, P. Z. (2004). Views of family companies on venture capital: empirical evidence from the UK small to medium-size enterprising economy. *Family Business Review*, 14, n. 3, pp. 277–291.

⁷³ El estudio define la empresa familiar como una sociedad donde, como mínimo, el 10 por ciento de las acciones pertenece a la familia fundadora, y cuyo directorio incluye a un miembro de la familia.

⁷⁴ Credit Suisse Family Index, 2007.



- › Mejor armonización entre los intereses de la gerencia y los de los accionistas
- › Enfoque en las actividades fundamentales

Anderson y Reeb llegaron a un resultado similar al investigar la relación entre la propiedad de la familia fundadora y el desempeño de las grandes empresas de Estados Unidos que cotizaban en el S&P 500 en 2003.⁷⁵ El hallazgo principal: las empresas familiares obtuvieron mejores resultados y una valoración superior.

La investigación demuestra que las empresas familiares pueden generar valor para los accionistas, partiendo de varios factores, conocidos como las “ventajas de la empresa familiar”. Los factores enumerados a continuación, llevan a muchos inversores a invertir en empresas de o controladas por familias:

- › Visión a largo plazo en la toma de decisiones
- › Capacidad y disposición para adoptar estrategias no convencionales, permitiendo a las empresas familiares responder más rápidamente a las circunstancias cambiantes del mercado, y dándoles flexibilidad para aprovechar las oportunidades y abordar los riesgos emergentes
- › Deseo de desarrollar un negocio para las generaciones futuras, enfocándose en la sostenibilidad y la reducción del riesgo de que los accionistas mayoritarios agoten los activos de la empresa y destruyan su valor
- › Compromiso de la gerencia familiar con la empresa, aportando continuidad en la manera de dirigir el negocio

“Estoy seguro de que los altos estándares éticos y el buen gobierno corporativo en los negocios generan valor y aumentan la confianza de los inversores (inversionistas) público.”

—Eustaquio de Nicolás Gutierrez,
Homex, Presidente del Consejo de Administración⁷⁶



Varios miembros del Círculo de Empresas poseen una vasta experiencia en el gobierno corporativo de empresas familiares. Estos son algunos puntos destacados.

Homex implementa prácticas de gobierno corporativo

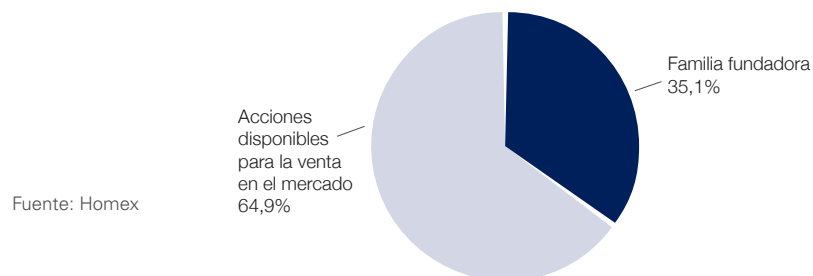
Con el objetivo de generar valor para todos sus accionistas, Homex ha implementado una serie de prácticas de gobierno.

⁷⁵ ANDERSON, R. C., & REEB, D. M. (2003). Who monitors the family. SSRN Discussion Papers. Disponible en SSRN: <http://ssrn.com/abstract=369620> o DOI: 10.2139/ssrn.369620.

⁷⁶ Ver nota a la versión en español al comienzo del libro.

Desde que la empresa salió a la bolsa en 2004, la familia ha retenido una participación considerable en la empresa. Sin embargo, con los años, también fue renunciando a un porcentaje mayor de acciones que puso a disposición del público: en la Oferta Pública de Acciones Inicial (IPO) de 2005 se puso a la venta el 22,2% de las acciones. Hoy, como ilustra la Figura 5.2, el 64,9%⁷⁷ de la propiedad está en manos de otros accionistas.

Figura 5.2 Composición accionaria de Homex



Esta composición accionaria demuestra el compromiso de la familia De Nicolás con el mercado mexicano de la vivienda, y la confianza en la continuidad de la prosperidad de la empresa y su capacidad de crear valor para todos sus accionistas. A su vez, la familia que controla Homex, ha notado que esta estrategia es bien recibida por otros inversores, ya que les inspira mayor confianza en la empresa.

Homex hizo todo lo posible para garantizar a todos los accionistas que sus derechos e intereses quedarían adecuadamente salvaguardados, introduciendo estándares corporativos elevados en sus estatutos destinados a proteger los derechos de los inversores minoritarios. Es más: nunca ha incorporado disposiciones contra la adquisición hostil, mecanismos de dilución o la existencia de diferentes clases de acciones con distintos derechos de voto.

Los líderes de Homex ven ventajas adicionales en poseer el 35,1% de las acciones de la empresa, como por ejemplo:

- La armonización de los intereses de los accionistas. Esto mejora los procesos de decisión.
- La atracción de inversión y el aumento de la liquidez de las acciones.
- El aumento de la confianza para el inversor: debido al alto porcentaje de acciones disponibles en el mercado, los accionistas minoritarios confían en que el grupo dominante no tomará decisiones contrarias a sus intereses — un factor importante para el éxito de Homex.

⁷⁷ Al 31 de octubre de 2008.



“ Seguir el camino de la verdadera institucionalización creando valor, exige un gran nivel de compromiso, control interno y prácticas de alto gobierno corporativo “todas herramientas esenciales para cumplir esta tarea.”

—Gerardo De Nicolás, Homex, Director General⁷⁸



2 Desafíos en el gobierno de empresas familiares

Además de poseer ciertas ventajas, en relación con otros tipos de empresa, la empresa familiar enfrenta una serie de dificultades que debe resolver para ganarse la confianza de los inversores y, en muchos casos, para lograr la sostenibilidad de la entidad a largo plazo.

A lo largo de los años, numerosos estudios académicos han analizado algunos de estos desafíos y debilidades:

- › En 1988, Holderness y Sheehan⁷⁹ observaron que las empresas familiares de Estados Unidos tenían menos valor de mercado que las no familiares.⁸⁰
- › En 2001, Pérez-González observó que el mercado de valores reacciona negativamente a la designación de herederos de la familia para puestos gerenciales.⁸¹
- › En 2004, Villalonga y Amit señalaron que el control familiar presenta debilidades específicas cuando los descendientes participan en la alta gerencia.⁸²

Por lo tanto, aunque la empresa familiar se considera un activo valioso, los riesgos asociados a la concentración pueden ahuyentar fuentes adicionales de financiamiento, reduciendo el valor de la empresa o limitando su acceso a créditos.

El desafío principal que enfrenta el gobierno de la empresa familiar, es que involucra un nivel adicional de relaciones: el del control o la propiedad familiar. Para los accionistas, esta complejidad implica comprender las diversas interconexiones dentro de la familia propietaria/con la participación mayoritaria. Estas conexiones incluyen:

- › Miembro de la familia/propietarios
- › Miembro de la familia/miembros del directorio
- › Miembro de la familia/gerentes

⁷⁸ Ver nota a la versión en español al comienzo del libro.

⁷⁹ HOLDERNESS, C. G., & SHEEHAN, D. P. (1988). The role of majority shareholders in publicly held corporations. *Journal of Financial Economics*, 20, pp. 317–346.

⁸⁰ The study measured companies' "Tobin's Q," a proxy for corporate market value calculated as the market value of a firm's assets divided by replacement value of the firm's assets.

⁸¹ PEREZ-GONZALEZ, F. (2001). Does inherited control hurt firm performance? Working paper Columbia University.

⁸² AMIT, R., & VILLALONGA, B. (2006). Benefits and costs of control—enhancing mechanisms in U.S. family firms. SSRN Working Paper.

- Miembro de la familia/empleados
- Familiares que no son accionistas, pero que integran el clan familiar y son herederos
- Miembros de la familia que combinan alguno de estos roles

Normalmente, las empresas familiares son dirigidas por la primera generación —y a veces la segunda— de fundadores y otros miembros de la familia. Estas empresas suelen enfrentar el desafío de captar profesionales buenos y calificados para los puestos gerenciales — y el desafío adicional de retenerlos. La relación entre los gerentes de la familia y los profesionales que no pertenecen al núcleo familiar, debe manejarse con cautela para mantener el buen funcionamiento del equipo gerencial y fomentar el éxito de la empresa.

La relación entre los accionistas de la familia y los inversores externos también plantea dificultades. En general, estos últimos, poseen una gran influencia en el diseño del gobierno de la empresa familiar. La convergencia de sus opiniones en la materia va en aumento debido a la globalización económica y la aparición de inversores globales.

Sin embargo, a pesar de la convergencia en los patrones de gobierno —respecto de la competencia por el capital—, es probable que perduren las diferencias entre países y sectores.

Asimismo, hay una tendencia a estandarizar el concepto del buen gobierno corporativo para los inversores y los mercados internacionales de capitales. Uno de los encuestados, en un estudio global sobre inversores institucionales⁸³ realizado en 2006, observa lo siguiente:

“Existe una mayor integración en los mercados globales de capitales. El gobierno corporativo se ha convertido en un tema común para la comunidad global de inversores. Puede servir de filtro para seleccionar a los candidatos de la cartera. Es más, también puede servir de referencia para nuestra cartera de inversión.” —Inversor institucional, 2006.

Este estudio, de la filial de RiskMetrics, también observa que la mayoría de los inversores señalan que el gobierno corporativo es más importante hoy que hace tres años. Además, declaran que cobrará aún mayor importancia en los próximos tres años, incluso para las empresas familiares. Los inversores asignan un fuerte valor al gobierno corporativo, la protección de los accionistas minoritarios y la transparencia. Por ello, desean que la empresa familiar cuente con estructuras y procesos globalmente reconocidos, sin considerar necesariamente los aspectos de gobierno específicos a su condición de negocio familiar.

Además, las empresas familiares, suelen enfrentar una difícil elección ante la necesidad de financiar su crecimiento captando capital: ¿deberían ceder parte del control a los accionistas externos y cambiar su tradición administrativa, fomentando mejoras tangibles del gobierno corporativo, a cambio de capital para su crecimiento?

Este dilema demuestra que, al competir por recursos con empresas globales, las empresas familiares deben considerar varios aspectos (a veces contradictorios), en especial en países con instituciones, marcos reglamentarios y mecanismos de vigilancia que no inspiran confianza a los inversores. También existen desafíos adicionales:

⁸³ 2006 ISS Global Institutional Investor Study, by RiskMetrics’ wholly owned subsidiary, Institutional Shareholder Services (ISS), 2006. Reproduced by permission of RiskMetrics Group, Inc. ©2006–2009 RiskMetrics Group, Inc. All rights reserved.



- › Con frecuencia, particularmente durante la puesta en marcha del negocio familiar, no existe una distinción clara entre la empresa y los vínculos familiares. Esto se nota especialmente en las relaciones financieras y las cuentas: los activos de la empresa y los de la familia no están separados desde el punto de vista jurídico. Esto genera conflictos a la hora de distinguir los activos de la empresa, y al definir el uso que puede darles la familia, en su calidad de accionista.
- › Por regla general, actualmente, las políticas relacionadas con el gobierno corporativo son informales. Esto puede privilegiar la dependencia de personas clave por sobre las estructuras o los procesos. En un cambio de escenario, esta comprensión “mutua” suele perder su universalidad. Como consecuencia, los inversores externos y los empleados que no pertenecen a la familia, suelen manifestar cierta incertidumbre.
- › Las debilidades de los sistemas de gobierno de la empresa familiar, se observan más claramente en los controles internos, la auditoría interna y la gestión del riesgo. Dado que muchas de estas empresas son dirigidas por los fundadores o sus hijos, las medidas de control suelen adaptarse, en gran medida, a sus necesidades. El problema: los controles no crecen a la par que la empresa, a medida que el negocio se vuelve más complejo. Esta brecha es una de las principales preocupaciones de los inversores externos.
- › Con cada nueva generación, las dificultades de gobierno corporativo aumentan junto a la complejidad de la familia y el negocio.

3 Soluciones de gobierno corporativo a los desafíos que enfrenta la empresa familiar

Esta sección analiza las diferentes soluciones que puede ofrecer el gobierno corporativo a los retos singulares que enfrenta la empresa familiar, y cubre una variedad de temas:

- › Distintas soluciones de gobierno en las diversas fases de participación del negocio familiar
- › Instituciones de gobierno corporativo para la empresa familiar
- › Documentos de gobierno corporativo para la empresa familiar
- › Soluciones específicas para ciertas dificultades de gobierno corporativo en empresas familiares
- › Planificación de la sucesión en empresas familiares
- › Ejemplo: Ultrapar

Para abordar los retos señalados en la sección anterior, la empresa familiar ha ideado varias soluciones de gobierno corporativo específicas a su estructura accionaria.

Un estudio publicado por el IBGC en 2006, analizó 15 empresas controladas por familias y observó que tenían cinco factores principales de motivación para intentar mejorar sus políticas y prácticas de gobierno corporativo⁸⁴:

- › Institucionalizar y perpetuar el modelo empresarial
- › Ofrecer medios para implementar el plan estratégico definido
- › Agregar valor para los accionistas
- › Mejorar las posibilidades de atraer financiación mediante endeudamiento, recursos y accionistas
- › Mejorar la imagen de la empresa en el extranjero, facilitando la globalización y la llegada a inversores extranjeros

⁸⁴ IBGC, Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (2006). Governança Corporativa Em Empresas de Controle Familiar. São Paulo: Saint Paul Institute of Finance. Entre las empresas analizadas se encuentran: Gerdau, Gol, Itaú, Klabin, Localiza, Marcopolo, Natura, NET, Pão de Açúcar, Randon, Sadia, Saraiva, Suzano, Ultrapar y Weg.

El estudio ofrece pruebas claras del valor del buen gobierno corporativo para estas empresas. La muestra del estudio estaba compuesta por empresas que cotizaban en bolsa, con un cierto nivel de liquidez. Además, cumplían con ciertos criterios relativamente avanzados de gobierno corporativo. La investigación observó una correlación clara y positiva entre la calidad del gobierno corporativo de estas empresas y su éxito operativo y comercial.

En promedio, las empresas analizadas son más grandes y valiosas. Poseen ratios de mercado más altos, sus operaciones son más rentables y tienen mayor liquidez. Pagan dividendos más altos, son más solventes a corto plazo y se posicionan por encima del promedio de las empresas que cotizan en el BM&FBOVESPA. Asimismo, el estudio concluyó que las empresas analizadas, suelen seguir mejores prácticas de gobierno corporativo que el promedio de las entidades que cotizan en el BM&FBOVESPA.

Los negocios familiares que integran el Círculo de Empresas, han enfrentado motivaciones similares. Los siguientes relatos, son ejemplos concretos de las razones para iniciar la mejora del gobierno corporativo en empresas familiares, y de los beneficios que obtienen las familias, las empresas y los inversores externos.

“No conozco casos de familias, en América Latina, que se hayan vuelto más unidas por el dinero, pero sí conozco muchos casos de familias que destruyeron empresas por dinero. La lección a aprender es que la unión de los accionistas — sean familiares, accionistas institucionales o inversores ajenos a los grupos mayoritarios — proviene del valor de la empresa.”



—Roque Benavides, Buenaventura, Director Ejecutivo

Buenaventura pasa de ser una empresa de administración familiar, a una de administración profesional

En América Latina, como en otras partes del mundo, las luchas familiares han destruido valor y empresas para perjuicio de todos. Para evitar esta situación, **Buenaventura** emprendió el camino de la mejora del gobierno corporativo, pasando de una dirección familiar a la gerencia profesional. Al centrarse en alinear los objetivos de la familia con los de los accionistas a largo plazo, apuntar a maximizar el valor de la empresa para todos los accionistas e implementar el buen gobierno corporativo, los fundadores de la empresa y sus sucesores creen haber evitado el tipo de desacuerdos familiares que podrían haber dañado y destruido la empresa.

Dado que la empresa cotiza tanto en el NYSE como en el mercado de valores de Lima, sus líderes han comprobado que los inversores realmente se interesan en el gobierno corporativo y que la adopción de esas prácticas sí genera beneficios. La empresa se sometió a un cambio



profundo de cultura que afectó a todos los accionistas, entre ellos los miembros de la familia, para centrarse en las ventajas para toda la empresa. Los objetivos de la familia y los de los accionistas externos al núcleo familiar son los mismos: todos están interesados en aumentar el valor para los accionistas.

Cambio generacional en Ferreyros

El cambio marcado del modelo de propiedad y control de esta empresa a lo largo del tiempo, tiene su origen en factores familiares. La primera generación de socios fundadores transfirió su propiedad a la segunda. Sin embargo, algunos familiares de la segunda generación no deseaban participar del negocio. Estos herederos tenían otros intereses profesionales y personales. Así, los propietarios optaron por poner la gestión de la empresa en manos de gerentes profesionales, externos a la familia, y crear una amplia y diversa base de accionistas. Para facilitar la transferencia de las participaciones en la empresa a los nuevos propietarios, **Ferreyros** registró sus acciones en el Bolsa de Valores de Lima — una iniciativa que exigió la implementación de mejoras de gobierno corporativo para atraer inversiones y mejorar los controles y el desempeño de la empresa.

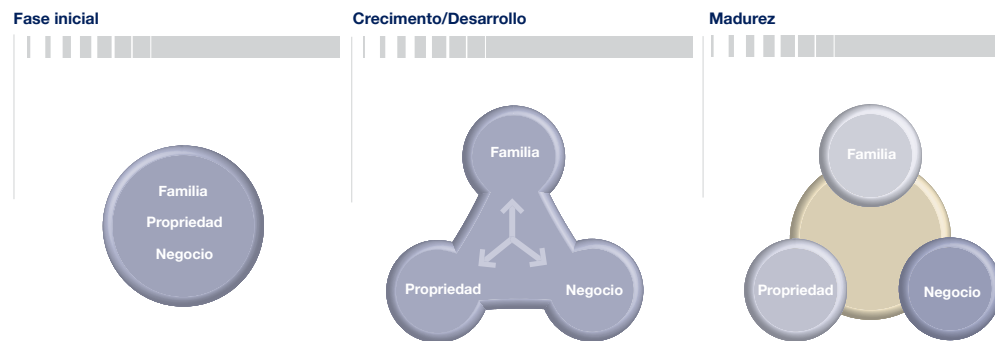
3.1 Distinguiendo soluciones de gobierno en las distintas fases de participación del negocio familiar

Las soluciones de gobierno corporativo que puede implementar la empresa familiar, variarán en función de la fase en que se encuentre la titularidad de la familia que ostenta el control. Algunas estructuras y procesos están adaptados a situaciones en las que hay una sola persona, el fundador/patriarca de la empresa, a cargo del negocio. Otras soluciones se adecuan mejor al momento en que la siguiente generación asume el control del negocio. Finalmente, un tercer conjunto de soluciones de gobierno, resulta apropiado para las empresas controladas por familiares de generaciones más jóvenes.

John Davis, profesor de la Universidad de Harvard, desarrolló un modelo que ayuda a comprender la evolución trifásica de las empresas familiares, tal como lo ilustra la Figura 5.3.⁸⁵ En la fase inicial, todas las dimensiones se concentran en una familia, grupos de familias o el fundador individual. Esta fase se conoce como “la fase de los fundadores”. Con el paso del tiempo, la empresa crece y la propiedad se traslada a la siguiente generación. Esta segunda fase se denomina “la sociedad entre hermanos”. Transcurrido un mayor período de tiempo, la propiedad de la empresa pasa a las generaciones futuras y alcanza su madurez. Davis llama a esta tercera fase “la confederación de primos”. Según este modelo, cuando la empresa madura, el desafío está en la renovación y el reciclaje, que permitirán la supervivencia de la empresa.

⁸⁵ GERSICK, K. E., DAVIS, J. A., HAMPTON, M. M., & LANSBERG, I. (1997). Generation to generation: life cycles of the family business. Boston: Harvard Business School Press.

Figura 5.3 Desarrollo y transición de la empresa familiar en el tiempo



Fuente: Better Governance, basado en GERSICK, Kelin E., DAVIS, John A., HAMPTON, Marion M. y LANSBERG, Ivan I. *Generation to Generation: Life Cycles of the Family Business*. (1997)



Para tener en cuenta

Recuerde que lo que funciona bien en una fase de este ciclo de propiedad, generalmente, no es adecuado para las otras fases. Por lo tanto, las familias propietarias deben examinar cuidadosamente las soluciones de gobierno recomendadas para su fase particular de desarrollo.

La elección de las soluciones de gobierno corporativo para su empresa familiar, debería hacerse en función de la fase en que se encuentra.



3.2 Instituciones de gobierno corporativo para la empresa familiar

A medida que la familia crece, es más difícil transferir a las nuevas generaciones los valores y el conocimiento de los fundadores. El reto estriba en mantener la unión entre las generaciones y todos los miembros de la familia y en lograr que la armonía de sus intereses perdure. Al llegar a una tercera o cuarta generación, es posible que los miembros de la familia se conozcan muy poco. En una familia numerosa, se torna más difícil mantener la armonía de intereses —especialmente porque la demanda de creación de riqueza para las generaciones futuras aumenta con el paso del tiempo.

Al intensificarse la competencia por recursos y poder dentro de la familia, mantener un objetivo común es cada vez más complicado. ¿Cómo mantiene la familia una visión compartida sobre la empresa? Puede surgir todo tipo de opiniones divergentes: sobre la propiedad, el grado de control que quiere retener la familia o la participación de la familia en el gobierno de la empresa — ya sea a través de su directorio o de la gerencia ejecutiva.

La buena noticia es que hay ayuda disponible. Los consultores de empresas familiares y los grupos de expertos en gobierno corporativo, señalan que existen varias publicaciones de fácil acceso, que pueden ayudar a las familias y sus empresas a responder estas y otras preguntas

importantes. El Manual de Gobierno Corporativo para Empresas Familiares de la IFC,⁸⁶ publicado por la Corporación Financiera Internacional, recomienda la creación de instituciones de gobierno específicas para estas empresas, que ayuden a fortalecer la armonía familiar y su relación con el negocio.

El manual, cuyo objetivo es guiar a las familias que inician la implementación de mejores prácticas de gobierno a nivel corporativo y familiar, sugiere que permitir la agrupación de los familiares en una o más estructuras organizadas, refuerza la comunicación entre la familia y su empresa. Asimismo, esta estrategia permite a los familiares relacionarse y debatir asuntos corporativos y familiares. El Cuadro 5.4 destaca los tipos de estructuras de gobierno corporativo que pueden adoptar las familias, según la fase de desarrollo de la empresa. Además de las estructuras que presenta el cuadro, las familias pueden considerar otras, como una oficina familiar, un comité de educación, un comité de rescate de acciones y un comité de planificación profesional.

⁸⁶ IFC, Corporación Financiera Internacional (2008). Manual IFC de Gobierno de Empresas Familiares. Disponible en: [http://www.ifc.org/ifcext/corporategovernance.nsf/AttachmentsByTitle/Family_Business__Second_Edition_Spanish/\\$FILE/Spanish_Family_Business_Final_2008.pdf](http://www.ifc.org/ifcext/corporategovernance.nsf/AttachmentsByTitle/Family_Business__Second_Edition_Spanish/$FILE/Spanish_Family_Business_Final_2008.pdf), pp. 31-32.

Cuadro 5.4 Instituciones de gobierno familiar

	Reunión familiar	Asamblea familiar	Consejo familiar
Fase	Fundador	Sociedad entre hermanos/ confederación de primos	Sociedad entre hermanos/ confederación de primos
Condición	Suele ser informal	Formal	Formal
Miembros	Suele estar abierta a todos los miembros de la familia. El fundador puede fijar criterios adicionales de selección	Suele estar abierta a todos los familiares. La familia puede fijar criterios adicionales de selección	Familiares elegidos por la asamblea familiar. La familia define los criterios de selección
Tamaño	Reducido, ya que aún se encuentra en la fase de fundación. En general, 6–12 familiares	Depende del tamaño de la familia y los criterios de selección	Depende de los criterios de selección. Lo ideal es 6–12 miembros
Número de reuniones	Depende de la fase de desarrollo de la empresa. Si el negocio está creciendo rápidamente, la frecuencia puede llegar a una vez por semana	1–2 veces al año	2–6 veces al año
Actividades principales	› Comunicación de los valores y la visión de la familia	› Debate y comunicación de ideas, discrepancias y visión	› Resolución de conflictos
	› Debate y generación de nuevas ideas comerciales	› Aprobación de políticas y procedimientos importantes relacionados con la familia	› Desarrollo de las políticas y procedimientos importantes relacionados con la familia
	› Formación de la nueva generación de líderes empresariales	› Formación de los familiares en aspectos comerciales	› Planificación
		› Elección del consejo familiar y de otros miembros de comités	› Formación
			› Coordinación del trabajo con la gerencia y el directorio y equilibrio entre el negocio y la familia

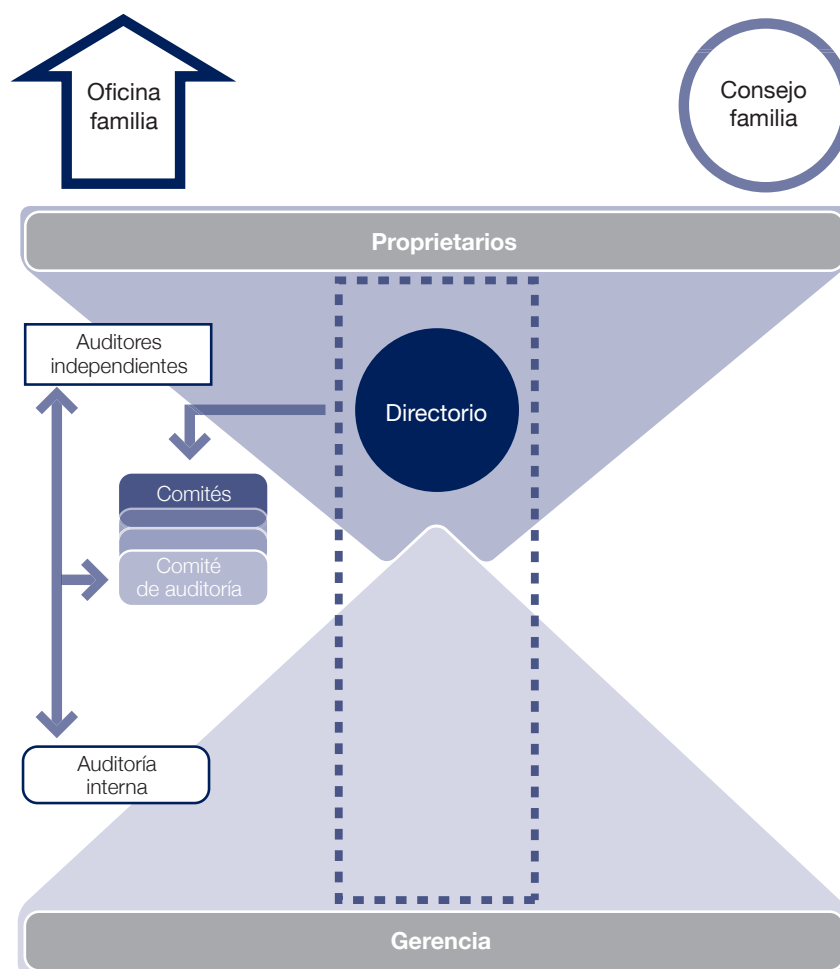
Fuente: Manual de Gobierno Corporativo para Empresas Familiares de la IFC.

La Figura 5.5 muestra que cuando se alcanza la fase de “confederación de primos” y la empresa opta por renovar y reciclar, se adoptan buenas prácticas de gobierno para la empresa y la familia, mediante la creación de la oficina familiar y el consejo familiar.⁸⁷ Esta medida separa las diversas dimensiones y establece prácticas que generan mayor transparencia y la confianza de las personas ajenas al grupo familiar. Esta fase involucra a la mayoría de las instituciones de gobierno familiar y las estructuras de gobierno de la empresa. La buena comunicación entre ambas estructuras es fundamental para el éxito del negocio y la paz familiar.

⁸⁷ La Oficina Familiar es un centro administrativo y de inversión, organizado y supervisado por el Consejo Familiar — típico de las familias numerosas y acaudaladas. La Oficina es el mecanismo a través del cual los familiares reciben asesoramiento sobre la planificación de sus inversiones personales, aspectos impositivos, seguros, planificación sucesoria y orientación vocacional, entre otros temas de interés. Para mayor información, ver IFC, Corporación Financiera Internacional (2008). Manual IFC de Gobierno de Empresas Familiares. Disponible en: [http://www.ifc.org/ifcext/corporategovernance.nsf/AttachmentsByTitle/Family_Business_Second_Edition_Spanish/\\$FILE/Spanish_Family_Business_Final_2008.pdf](http://www.ifc.org/ifcext/corporategovernance.nsf/AttachmentsByTitle/Family_Business_Second_Edition_Spanish/$FILE/Spanish_Family_Business_Final_2008.pdf), pp. 32–33.



Figura 5.5 Estructura de gobierno corporativo de empresas con control familiar que poseen buenas prácticas



Fuente: Better Governance

3.3 Documentos de gobierno corporativo para la empresa familiar

El buen funcionamiento de las estructuras de gobierno familiar exige cierto grado de formalización. A medida que las familias adoptan políticas sobre su enfoque, respecto del negocio y el gobierno de la empresa, las formalizan mediante documentos que difieren en función de la fase de propiedad.

Normalmente, en las primeras fases, cuando la empresa está dirigida por el fundador o sus hijos, muchos aspectos del gobierno de la empresa y la familia se manejan informalmente. Las iniciativas de formalización se relacionan, mayormente, con el propio negocio. Habitualmente, los primeros intentos de plasmar políticas por escrito, resultan en documentos breves que declaran, de forma general, la visión y misión corporativas de la familia.

El siguiente nivel de formalización responde a la necesidad de desarrollar una política de empleo para los familiares. Esta necesidad se evidencia especialmente cuando la empresa al-

canza la fase de sociedad entre hermanos. Estas políticas fijan reglas claras sobre los términos y las condiciones de empleo que se aplican a los familiares, dentro de la empresa. En algunas familias, estas reglas estipulan condiciones de ingreso, retención y salida del negocio. Las políticas también deben cubrir el trato a los empleados que pertenecen a la familia en relación con aquellos que no son familiares.⁸⁸

En la tercera, cuarta y sucesivas generaciones, la supervivencia de la empresa familiar está fuertemente condicionada a la redacción y la divulgación de políticas exhaustivas de gobierno corporativo para la familia, la empresa y los demás interesados externos. Generalmente, el documento que integra todas estas políticas se denomina “constitución familiar” o “protocolo familiar”. El documento expresa los principios de la familia respecto de su compromiso con los valores esenciales, la visión y la misión de la empresa. Con frecuencia, define los roles, la composición y las funciones de las instituciones de gobierno familiar y los propios órganos de gobierno corporativo de la empresa, como la asamblea de accionistas, el directorio y la alta gerencia.⁸⁹



Para tener en cuenta

El crear una constitución familiar codificaría todas las políticas de gobierno corporativo relacionadas con la familia.

3.4 Soluciones específicas para ciertas dificultades de gobierno corporativo en empresas familiares

Al centrarse en retener todas las ventajas que ofrece la propiedad familiar e intentar complementarlas con procesos y estructuras de buen gobierno, para mejorar la competitividad y fomentar el crecimiento, las empresas enfrentarán ciertos desafíos.

Las soluciones implementadas para enfrentar estos desafíos, incluyen mecanismos para:

- › Separar las funciones de propiedad, control y gerencia
- › Crear oficinas familiares para definir los límites entre las cuentas de la familia y la empresa
- › Desarrollar las habilidades y el conocimiento de los herederos para que puedan convertirse en empresarios responsables, capaces de asumir diversas funciones como propietarios, miembros del directorio o empleados

Existirán procesos y estructuras variados para la toma de decisiones. Una cosa es decidir sobre asuntos familiares y otra muy diferente es ocuparse del negocio de la empresa — que requiere abordar temas como la división del capital social. El consejo familiar —creado para abordar temas familiares— debe mantenerse totalmente al margen del directorio y las asambleas de accionistas, ya que estos órganos se centran en las decisiones relacionadas con la empresa.

Es cierto que la introducción de medidas de gobierno corporativo no responderá a todos los temores de los inversores sobre las empresas pertenecientes a o controladas por familias. Sin

⁸⁸ IFC, Corporación Financiera Internacional (2008). Manual IFC de Gobierno de Empresas Familiares. Disponible en: [http://www.ifc.org/ifcext/corporategovernance.nsf/AttachmentsByTitle/Family_Business_Second_Edition_Spanish/\\$FILE/Spanish_Family_Business_Final_2008.pdf](http://www.ifc.org/ifcext/corporategovernance.nsf/AttachmentsByTitle/Family_Business_Second_Edition_Spanish/$FILE/Spanish_Family_Business_Final_2008.pdf), pp. 23–27.

⁸⁹ Para mayor información sobre los protocolos familiares, ver IFC, Corporación Financiera Internacional (2008). Manual IFC de Gobierno de Empresas Familiares. Disponible en: [http://www.ifc.org/ifcext/corporategovernance.nsf/AttachmentsByTitle/Family_Business_Second_Edition_Spanish/\\$FILE/Spanish_Family_Business_Final_2008.pdf](http://www.ifc.org/ifcext/corporategovernance.nsf/AttachmentsByTitle/Family_Business_Second_Edition_Spanish/$FILE/Spanish_Family_Business_Final_2008.pdf), pp. 24–25.



embargo, la institución de estructuras y procesos para la familia y la empresa puede resolver algunos problemas clave.

Evitar conflictos familiares: Mantener la paz en la familia es fundamental por razones interpersonales, sociales y empresariales.

El problema

Los conflictos entre hermanos que dirigen el negocio, o los malentendidos entre diferentes ramas de la familia, pueden extenderse al dominio de la empresa y crear problemas para otros accionistas.

- › Cómo manejar las relaciones entre familiares que trabajan para la empresa y los que solamente son propietarios y cuentan con el ingreso de los dividendos generados por el éxito de la empresa: Estos dos grupos pueden tener intereses divergentes y distintos grados de acceso a la información corporativa, lo que puede generar un ambiente de desconfianza en la familia.
- › Cómo manejar situaciones en las que algunos familiares quieren trabajar para la empresa, y otros quieren perseguir sus propios intereses, posiblemente abandonando totalmente el negocio familiar.

Soluciones recomendadas

Las instituciones de gobierno familiar pueden desempeñar un rol importante como foros de debate y búsqueda de soluciones a temas delicados.

- › Una asamblea o un consejo familiar pueden reflexionar sobre estos temas y desarrollar políticas para fijar y distribuir los dividendos, asegurando la satisfacción familiar sin ir en perjuicio del éxito de la empresa. Poner las cartas sobre la mesa y debatir abiertamente los asuntos polémicos, suele ser la manera más rápida de encontrar una solución aceptable para todas las partes afectadas.
- › La familia puede crear un fondo de liquidez, que podría usarse para rescatar las acciones de familiares que desean realizarse fuera de la empresa. Algunas entidades incluso crean comités especiales que supervisan las políticas de rescate de acciones.

Presencia de accionistas externos y ajenos a la familia: Esta situación plantea sus propias dificultades.

El problema

- › ¿Cómo garantiza la empresa el trato equitativo de estos inversores externos? Los intereses y opiniones de estos inversores sobre el papel y los resultados del negocio pueden diferir de la visión de la familia que controla la empresa. Además, los inversores pueden tener diferentes niveles de acceso a la información corporativa. En algunos casos, los inversores externos tienen menos información que los accionistas familiares que no integran la gerencia.

Solución recomendada

Las mejoras del gobierno corporativo pueden ayudar.

- › Facultar al directorio para que arbitre entre los accionistas pertenecientes a la familia y los externos. Un directorio que desempeña funciones típicas de supervisión gerencial y ayuda

a los gerentes a definir y seguir la dirección estratégica de la empresa, es capaz de armonizar los intereses de todos los tipos de inversores.

- La presencia de directores independientes puede fortalecer el rol de mediación del directorio. Los directores independientes pueden aportar una perspectiva externa y objetiva para la toma de decisiones. Pueden actuar con independencia al resolver conflictos de interés y problemas de gobierno familiar, como aspectos laborales.

3.5 Planificación de la sucesión en empresas familiares

La planificación de la sucesión es un tema delicado que implica dilemas tales como:

- Cómo mantener la objetividad cuando se involucran los sentimientos familiares
- Cómo emitir juicios objetivos que no estén sesgados por las emociones

En la lista de control del Cuadro 5.6 se ofrecen algunas medidas útiles para abordar la sucesión ejecutiva.

Cuadro 5.6 Lista de control: Cómo garantizar la solidez de la alta gerencia en la empresa familiar⁹⁰

- | | |
|---|--|
|  | Analizar la estructura organizacional y contrastar las funciones y responsabilidades actuales e ideales (en comparación con empresas similares) de cada gerente superior. |
|  | Diseñar una estructura organizacional formal que defina claramente las funciones y las responsabilidades de todos los gerentes superiores. El diseño debe responder a las necesidades actuales y futuras de las operaciones de la empresa. |
|  | Evaluar las habilidades y la calificación de la alta gerencia actual, partiendo de la nueva estructura organizacional. |
|  | Sustituir y/o contratar gerentes superiores. |
|  | Descentralizar el proceso de toma de decisiones y los niveles de aprobación, en función de las necesidades. El poder de decisión debe estar sujeto a las funciones/responsabilidades de los gerentes y no a su relación con la familia. |
|  | Fijar políticas laborales claras para los familiares y asegurarse de que todos los miembros de la familia conozcan su contenido. |
|  | Desarrollar un programa de formación interna que permita a los empleados calificados asumir funciones de alta gerencia en el futuro. |
|  | Fijar un sistema de remuneración que ofrezca incentivos adecuados a todos los gerentes, en función de su desempeño y no de su relación con la familia. |

⁹⁰ IFC, Corporación Financiera Internacional (2008). Manual IFC de Gobierno de Empresas Familiares. Disponible en: <[http://www.ifc.org/ifcext/corporategovernance.nsf/AttachmentsByTitle/Family+Business_Second_Edition_English+/\\$FILE/English_Family_Business_Final_2008.pdf](http://www.ifc.org/ifcext/corporategovernance.nsf/AttachmentsByTitle/Family+Business_Second_Edition_English+/$FILE/English_Family_Business_Final_2008.pdf)>, p. 47.



Con los años, los miembros del Círculo de Empresas se han topado con problemas de sucesión. Esta es una muestra de sus estrategias para resolver los problemas.

“... En los tiempos que corren, cuando la competencia por el capital es feroz y la globalización nos obliga a competir globalmente, la arena internacional exige a las empresas que se hagan expertas en la adaptación a situaciones de cambio continuo. La preparación de un plan avanzado de sucesión, nos permitirá una fácil transición de una etapa a otra, evitando interrupciones.”

—**Roque Benavides**, Buenaventura, Director Ejecutivo



Buenaventura separa el directorio y la gerencia

El proceso inicial de sucesión de esta empresa incluyó la separación de los puestos de presidente del directorio y director general. Fue un proceso controlado y natural, aprobado por la mayoría de los accionistas.

La etapa que sigue —la planificación de la sucesión del director general y la alta gerencia— está entre los temas más debatidos por el directorio de **Buenaventura**. Actualmente, la empresa se encuentra en el proceso preliminar de identificar y evaluar posibles candidatos internos, para desarrollar nuevas capacidades. Esta búsqueda también se extenderá a posibles candidatos externos.

Como empresa y como familia, Buenaventura intenta asegurar la continuidad de la visión corporativa. Los ejecutivos nombrados para administrar el negocio en el futuro, deben ser los más preparados para seguir generando crecimiento y aumentando el valor para los accionistas y las partes interesadas. El directorio desempeña un papel crucial en este proceso de sucesión, garantizando la participación de profesionales competentes en el proceso de selección, y que los criterios de decisión se adecuen a la visión, la misión, los valores y las estrategias de la empresa. Asimismo, el directorio puede ejercer plenas facultades para resolver cualquier conflicto interno que pueda surgir durante el proceso.

Profesionales ajenos al núcleo familiar toman las riendas de Marcopolo

En 1995, profesionales ajenos a la familia tomaron por primera vez las riendas de **Marcopolo**, con la designación de un equipo de directores ejecutivos que no eran accionistas. Diez años después, a pesar de que el equipo ejecutivo aún era joven, fue evidente que la empresa necesitaba un plan de sucesión. Desde 2005, la empresa se ha concentrado en gestionar la sucesión.

A continuación se detalla el plan de sucesión actual de Marcopolo para los altos ejecutivos:

- Políticas de jubilación: jubilación a los 60 años, con una posible extensión de cinco años en casos especiales
- Plan jubilariorio de preparación: políticas para permitir la continuidad de la relación entre la empresa y los ejecutivos retirados (Ej. consultoría o designación para el directorio de empresas controladas)
- Función del directorio: seguimiento regular del plan de sucesión, principalmente a través del comité de recursos humanos de la empresa

Además de la sucesión para los puestos de liderazgo, las empresas deben prestar especial atención a la sucesión de los propietarios y preparar a las futuras generaciones de propietarios.

Para Marcopolo, esto implicó el desarrollo de un plan formal de sucesión para los propietarios. Actualmente, los dos candidatos a la sucesión asisten a programas de formación internos y externos. El objetivo principal de estos cursos es la mejora del conocimiento, las habilidades y el *know-how* para convertirse en accionistas competentes de la empresa. Los sucesores de Marcopolo decidieron que sólo asumirían el rol de accionistas, con un puesto en el directorio. Han dejado la gestión de las operaciones de la empresa en manos de profesionales externos.

Marcopolo. Formación de los candidatos en la sucesión de los propietarios pertenecientes a la familia. Elementos:

- Formación interna: disertaciones sobre las características específicas del sector industrial, de ingeniería y de fabricación
 - El desarrollo de conocimiento de aspectos comerciales hace hincapié en las estrategias de venta y comercialización
 - El desarrollo de conocimientos administrativos y financieros se centra en la planificación estratégica, los presupuestos, la contabilidad, la administración de fondos y las finanzas de la empresa
- Formación externa: cursos y seminarios impartidos por instituciones con gran prestigio en el mundo académico y la comunidad empresarial

“Fue un proceso excelente, planeado y ejecutado de manera brillante.

La sucesión se produjo con éxito y creó un espacio para que nuevos ejecutivos se unieran al grupo.”

Ana Maria Igel, esposa de Pery Igel, hijo del fundador de Ultrapar



Proceso de sucesión en Ultrapar

En **Ultrapar**, Pery Igel, el hijo del fundador de la empresa, consideró que algunos ejecutivos contratados eran aliados que podían ayudar a salvaguardar la empresa de las incertidumbres que podría enfrentar un negocio dependiente de la gestión y el capital familiar. En los ochenta, Igel concibió un proceso para su sucesión basado en dos elementos:

- Profesionalización de la gerencia del Grupo Ultra
- Control compartido de la empresa entre herederos y ejecutivos clave

Para concretar su plan, Igel distribuyó acciones a sus herederos como beneficiarios y transfirió acciones a los ejecutivos. Un acuerdo de accionistas, que se formalizó a mediados de los ochenta, preveía derechos recíprocos de preferencia en caso de que se vendieran las acciones mayoritarias. Estableció dos sociedades controlantes con una duración determinada de 20 años y control sobre la empresa principal, Ultra S.A.:

- Igel Participações: propiedad de los herederos de la familia
- Avaré Participações: propiedad de los ejecutivos de Ultrapar

En este período, se formó a nuevos responsables de la gerencia para que pudieran liderar el crecimiento de la empresa. Estos ejecutivos, que se habían convertido también en propietarios, compartían los intereses de la familia. En la transición, un nuevo grupo de ejecutivos recibió acciones, pero con un plazo más breve para disponer de ellas.

A fines de 2004, se disolvieron las dos sociedades controlantes y las acciones correspondientes pasaron directamente a los herederos y los ejecutivos de Ultrapar.

Dos años después, en 2006, tuvo lugar un nuevo proceso de sucesión. Esta vez, el director ejecutivo (uno de los ejecutivos que recibieran acciones de Igel como parte de la transferencia accionaria de los ochenta) fue sustituido por un profesional formado a nivel interno por la empresa. El ex director ejecutivo retuvo su puesto de presidente del directorio — un paso más en la evolución positiva del gobierno corporativo de la empresa.

Reestructuración de Suzano

En 2002, cuando la tercera generación de la familia Feffer empezó a asumir un mayor liderazgo, la empresa puso en marcha un proceso exhaustivo de reestructuración. El objetivo: garantizar que los negocios en los que la empresa había decidido invertir (pulpa, papel y petroquímica) estuvieran lo suficientemente capitalizados para su sostenibilidad a largo plazo y pudieran crecer, con un costo competitivo del capital, gracias a sus alianzas en el mercado de capitales. Las iniciativas también buscaban que los negocios no dependieran excesivamente del capital de los accionistas mayoritarios.



Ejemplo: Suzano y 83 años en una empresa controlada por una familia

El camino hacia el buen gobierno requiere una estrategia adaptada que aborde los desafíos, la visión y el objetivo particular de cada entidad. También debe entenderse en el contexto del nivel de madurez de la familia que tiene el control, los accionistas y las empresas controladas.

Trabajar por primera vez con desconocidos que administran su empresa y ocupan un puesto en su directorio, puede ser una experiencia incómoda al principio, especialmente cuando no está seguro de su valor. Max Feffer, hijo del fundador de Suzano, Leon Feffer, y padre del actual presidente del directorio, David Feffer, enfrentó este desafío hace 30 años. Con los años, la experiencia ganada a través de las diferentes etapas vividas, posibilitó una reacción rápida y eficaz de la organización ante el fallecimiento de Max Feffer — creando un modelo para superar las incertidumbres familiares.

El Grupo Suzano diseñó una estructura basada en el control familiar y una estrecha relación con los mercados de capitales. El sistema permite que los herederos de los fundadores ejerzan el control del directorio, mientras que la gerencia está integrada por ejecutivos externos a la familia. La familia reconoce que esta decisión ha generado mayores posibilidades de desarrollo y expansión para la empresa, además de proteger el negocio de posibles conflictos intrafamiliares.

Por supuesto, el alcance de los procesos y las estructuras de gobierno corporativo que sigue la empresa, depende de su fase de desarrollo y la de la familia que ostenta el control. Exige una introducción e implementación cuidadosa y paulatina de las medidas de gobierno — que podrán mejorarse con el tiempo.

El Cuadro 5.7 ofrece una descripción general de las fases de desarrollo empresarial de Suzano, conforme ha ido evolucionando la participación de los accionistas en la empresa.

Cuadro 5.7 Fases de desarrollo de Suzano

Fase	Punto de referencia histórico
Primera fase (años veinte—años setenta)	› Fundada por Leon Feffer a la edad de 20 años. Mantiene el liderazgo hasta su muerte, en 1999. › La gerencia está marcada por su estilo emprendedor y la centralización
Segunda fase (años setenta–2001)	› Max Feffer se suma a la gerencia ejecutiva en los setenta › Desarrollo de gerentes ejecutivos y herederos › Primer presidente ejecutivo y primer presidente del directorio externo a la familia
Tercera fase (2001–actualidad)	› Fallece Max Feffer › Nuevo modelo de gobierno corporativo y gestión › David Feffer preside el directorio con ejecutivos en la gerencia

La línea de tiempo de la Figura 5.8, muestra los hitos de cada fase de desarrollo de la empresa, la repercusión y los pasos posteriores. En la derecha aparecen las fases más

recientes del proceso, que culminan con la implementación de una nueva estructura de gobierno corporativo y con la venta de una de las unidades — lo que generó un valor considerable para los accionistas.

Detalles sobre la reestructuración. En 2002, mientras la tercera generación de la familia Feffer comenzaba a asumir un mayor liderazgo, la empresa inició un proceso exhaustivo de reestructuración. El objetivo: garantizar que los negocios en los que la empresa había decidido invertir (pulpa y papel y petroquímica) estuvieran lo suficientemente capitalizados para su sostenibilidad a largo plazo y pudieran crecer, con un costo competitivo del capital, gracias a sus alianzas en el mercado de capitales. Las iniciativas también buscaban que los negocios no dependieran excesivamente del capital del accionista mayoritario.

Para que esto sucediera, las dos empresas, Suzano Papel e Celulose y Suzano Petroquímica, debían cumplir criterios de gobierno corporativo compatibles con las mejores prácticas del mercado.

En 2003, el Grupo implementó un nuevo modelo de negocio basado en tres pilares:

- Control familiar: para la visión a largo plazo, la reputación y los valores del Grupo
- Gerencia profesional: para lograr disciplina en lo relativo al capital y un proceso rápido de toma de decisiones
- Asociación con los mercados de capitales: para evaluar el desempeño de la empresa en forma continua, fomentar la práctica constante y la mejora de los niveles de gobierno corporativo y garantizar el crecimiento y el desarrollo comercial

Un primer paso en el proceso de reestructuración del Grupo: Suzano Holding comenzó a dirigir las filiales de Suzano Papel e Celulose y Suzano Petroquímica, mediante un equipo de gerentes profesionales, contratados tras un proceso de selección entre candidatos internos y externos del mercado.

El nuevo equipo profesional de gestión, compuesto por ejecutivos altamente calificados, optimizó la distribución de operaciones corporativas entre las filiales. Su iniciativa ha resultado en una reducción del 30% de los costos, la mejora del desempeño de la gerencia, la implementación de mecanismos adecuados de control de las filiales y la responsabilidad de la gerencia en relación con los resultados. Asimismo, el equipo implementó un nuevo modelo de supervisión que permitió mejorar el monitoreo y la información para las filiales.

El éxito ha permitido a los miembros de la familia —los accionistas mayoritarios— renunciar a su función ejecutiva en las filiales y asumir una posición más estratégica, minimizando los riesgos derivados de la sucesión para la continuidad de los negocios del Grupo. Algunos miembros de la familia empezaron a participar —junto con los ejecutivos de Suzano Holding— en la gestión estratégica de Suzano Papel e Celulose y Suzano Petroquímica, tras ser nombrados como miembros del directorio, la gerencia y los comités estratégicos. Así, el Grupo creó procesos para fomentar el equilibrio entre la mayor independencia de la gerencia de las filiales y una estrategia a largo plazo para los accionistas mayoritarios.

Estas mejoras han supuesto un cambio importante en la conducta de los accionistas mayoritarios. Tras décadas de intervención directa en el negocio, la familia propietaria se retiró de la gestión cotidiana —que delegó en profesionales— y asumió un rol más estratégico. Para los familiares que literalmente habían crecido dentro de y con la empresa, esto representó un cambio de paradigma.



Palabras del emprendedor: David Feffer narra la historia de Suzano⁹¹

Para entender la mejora de las prácticas de gobierno corporativo en el Grupo Suzano, primero es necesario reconstruir el proceso desde su fundación en 1924 por mi abuelo, Leon Feffer.

La implementación de la industria brasileña, a principios de los cincuenta, más concentrada en el estado de São Paulo, fue el escenario del comienzo de nuestras actividades industriales. Este movimiento estuvo liderado por emprendedores importantes, que establecieron los conglomerados familiares, claramente responsables del desarrollo de la industria brasileña.

Nuestras actividades comenzaron en el sector de la pulpa y el papel. En los años cincuenta, desarrollamos la tecnología para la producción de pulpa de eucalipto y nos convertimos en la primera empresa del mundo en producirla a escala industrial. Para lograrlo, mi padre, Max Feffer, y un grupo de científicos brasileños, pasaron varios meses en la Universidad de Gainesville, Florida (EE. UU.), estudiando alternativas a la producción de pulpa con árboles autóctonos de Brasil, ya que hasta entonces, toda la pulpa que se producía procedía de pinos, una especie típica de los países europeos.

En los setenta, diversificamos nuestras actividades, aproximándonos a la industria petroquímica, ya que identificamos una importante tendencia hacia el uso del plástico en el sector del packaging. El packaging es un mercado importante para la industria del papel y por eso buscamos tener presencia en este segmento.

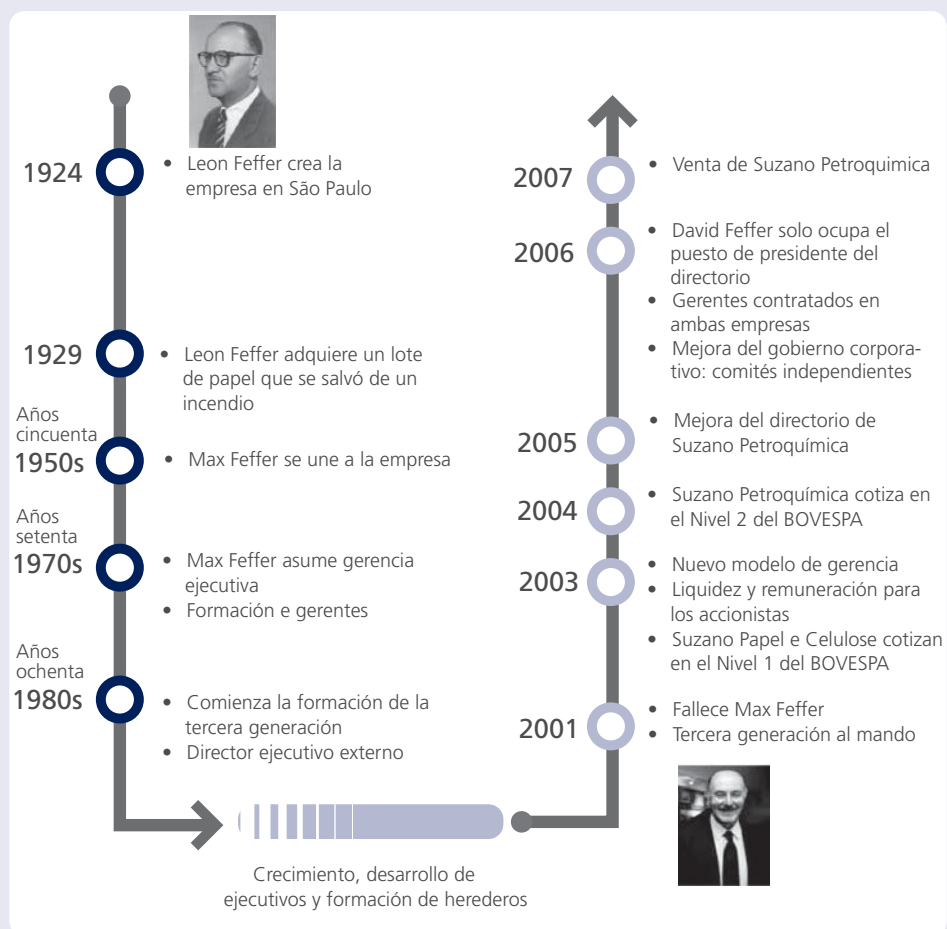
La gestión de mi abuelo finalizó con su fallecimiento en 1999, a la edad de 96 años. Su legado de emprendedor, permitió el crecimiento sustancial de nuestro negocio.

Mi padre, Max Feffer, asumió entonces el mando. Su gestión se caracterizó por la preparación del Grupo para implementar una estrategia dirigida al mercado de capitales. Bajo su dirección, el Grupo Suzano definió su plataforma de crecimiento, se despojó de los activos secundarios y centró la inversión en nuestros negocios principales, que se dividieron en dos empresas diferentes, Suzano Papel e Celulose y Suzano Petroquímica.

En 2001, después de haber liderado el Grupo durante poco más de dos años, mi padre falleció inesperadamente. Por consentimiento unánime, los accionistas mayoritarios (mis hermanos, mi tía y mi madre) me invitaron a asumir el mando del Grupo. Acepté la oferta y analizamos la manera de enfrentar el futuro. Dije: "Tenemos dos

⁹¹ Escrito para la revista trimestral UPSides, del banco holandés de desarrollo, el FMO, Número 2, Países Bajos, abril de 2007.

Figura 5.8 Evolución de la sucesión de liderazgo y nuevo modelo de gobierno corporativo de Suzano



Fuente: Better Governance con información de Suzano

opciones. Ninguna de las opciones es necesariamente buena o mala, ninguna es mejor que la otra. Pero hagamos lo que hagamos, será definitivo. No hay vuelta atrás."

Podíamos seguir siendo un negocio familiar, como en la época de mi abuelo y mi padre, o convertirnos en una empresa profesional, con una estrategia firme y clara en el mercado de capitales. Como expliqué entonces, en el primer caso, Suzano se adecuaba perfectamente a la generación actual de la familia, pero el futuro sería incierto, ya que probablemente sería difícil acceder a los recursos necesarios para la modernización y el crecimiento comercial. Debemos tener presente, en todo momento, que ambas empresas tienen una alta demanda de capital. Por lo tanto, podríamos empezar a tener serias dificultades para invertir, reinvertir y competir en el mercado.



Por otro lado, profesionalizar las empresas y reforzar la asociación con el mercado de capitales, nos permitiría terminar el siglo XXI mejor de lo que lo habíamos empezado, teniendo también acceso a financiamiento competitivo para poder enfrentar exitosamente los futuros retos de inversión.

Ambas opciones eran buenas. Sin embargo, la segunda ofrecía otra ventaja: la perspectiva de generar valor en forma sólida, sostenibilidad empresarial y la posibilidad de conservar los valores y las creencias de los fundadores, que no sólo pensaban en el presente, sino también en las generaciones venideras. Todos eran conscientes de que tomar el camino del mercado de capitales significaría tener que depender de los resultados de los negocios, en lugar de vivir directamente de ellos. Prevaleció la segunda opción.

A pesar de todos los cambios generados por el proceso, la transición se desarrolló en forma fluida y sin obstáculos. De hecho, representó una mejora en nuestra forma de hacer negocios. Tuvimos conversaciones muy sinceras y realistas. Cerramos un capítulo y abrimos las puertas del futuro. El principio fundamental era que Suzano debía pertenecer a todos los accionistas, incluyendo a la familia Feffer. No bien tomamos la decisión, las dificultades se hicieron sentir. En primer lugar, renunciarnos a nuestros puestos. Necesitábamos crear un sistema de meritocracia en el Grupo, allanando el camino para fomentar un mayor desarrollo, reformular los parámetros de evaluación y, especialmente, tratar equitativamente a todos los accionistas.

Todos estos cambios suponían un desafío. Había crecido preparándome para el día en que me convertiría en el presidente del Grupo, y de pronto, me vi forzado a cometer una especie de harakiri. Abandoné la primera línea de la gerencia para asumir la presidencia de los directorios de ambas empresas, que son los responsables de definir las políticas empresariales y la estrategia global a largo plazo, y de supervisar y gestionar a los directores ejecutivos. No fue fácil. El proceso fue avanzando. Contratamos a ejecutivos en el mercado. Empezamos a definir y armonizar las actuaciones estratégicas de los negocios de la pulpa y el papel y la industria petroquímica, contando con el apoyo de una alta gerencia profesional.

En 2003, implementamos el nuevo modelo de gestión, con la adopción de prácticas de alto nivel de gobierno corporativo, que se basaba en tres pilares: el control familiar, la gerencia profesional y la asociación con el mercado de capitales.

Los directorios de ambas empresas cuentan con miembros independientes, lo que los ha transformado en importantes foros para debates centrados en agregar valor al negocio. Suzano Papel e Celulose y Suzano Petroquímica cotizan en los segmentos especiales de gobierno corporativo del BOVESPA, lo que garantiza una relación imparcial, transparente y confiable con los accionistas y el mercado de capitales.

Creamos comités de auditoría, sostenibilidad y estrategia y gerencia, encargados de analizar estas cuestiones en profundidad, para dar mayor respaldo a las decisiones del directorio. Los directorios de las empresas de Suzano tienen reglamentos internos que definen sus procedimientos de funcionamiento y pautas referidas al desempeño, la calificación y la evaluación de sus miembros.

Publicamos nuestro código de conducta sobre la base de los principios éticos que siempre guiaron nuestras actividades: integridad, equidad, transparencia, reconocimiento profesional, gobierno corporativo y desarrollo sostenible.

Las ventajas de un mejor gobierno corporativo y de la estrategia del mercado de capitales, se hicieron evidentes cuando vimos que teníamos mayor y más fácil acceso al capital, además de una menor sensibilidad a la volatilidad del mercado. El mercado de capitales cumple una función primordial adicional: la evaluación permanente del desempeño de la empresa y su gerencia. Si los resultados no responden a las expectativas, los analistas emiten su crítica y los inversores tienden a echarse atrás. Es una cuestión de coherencia entre lo que se promete y lo que se hace. Si la gestión es buena, las promesas se cumplen y el capital circula. Ante una gestión deficiente, el mercado penaliza a la empresa. No hay forma de ocultar esta realidad. La gestión es positiva o negativa. Naturalmente, el mercado de capitales es práctico, muy claro y pragmático.

Cuando una empresa adopta altos niveles de gobierno corporativo, debe asumir una mayor responsabilidad por los resultados. El equilibrio entre lo correcto y lo incorrecto cobra mayor relevancia, ya que los sistemas de control adquieren una perspectiva más amplia, con respecto a normas claras y detalladas. Para el Grupo Suzano, el gobierno corporativo es una garantía de la sostenibilidad de la obra de sus fundadores. Es la evolución de un sueño. Es natural que enfrentemos dificultades en el camino. No obstante, las buenas prácticas de gobierno corporativo contribuyen a la continuidad de las empresas de Suzano y consolidan sus bases ante este movimiento irreversible llamado globalización. Gracias a estos buenos principios de gobierno y al buen desempeño de nuestras empresas, los mercados de capitales han aprendido a valorar y respetar nuestra posición de control.

—David Feffer, Suzano, Presidente del Directorio



En 2007, el Grupo Suzano vendió su empresa petroquímica a Petrobras, creando valor para sus accionistas. Esto no habría sido posible sin las mejoras fundamentales de su gobierno corporativo.

Este capítulo aborda los desafíos singulares de gobierno corporativo que enfrenta la empresa familiar.

Para seguir pensando y debatiendo

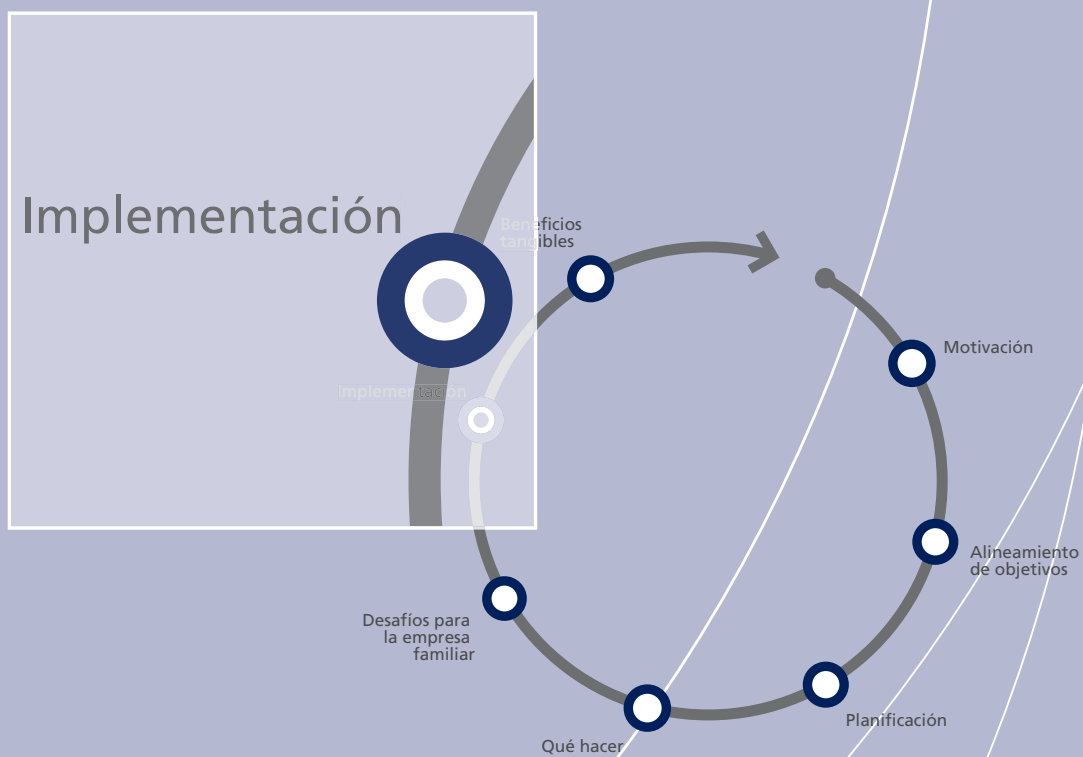
- ¿Forma parte de una familia que tiene una empresa? En caso afirmativo, identifique algunas de las dificultades principales que enfrenta su empresa o su familia.
- ¿Es usted un alto ejecutivo externo a la familia que controla la empresa donde trabaja? Enumere algunos de los desafíos principales que enfrenta la empresa.
- Partiendo de las explicaciones de este capítulo, cite algunas de las medidas específicas para afrontar estos desafíos mediante prácticas de gobierno corporativo recomendadas. Recuerde que, primero, debe identificar la fase de propiedad que atraviesa la empresa: ¿aún la dirige el fundador original? ¿La controlan los herederos directos? La eficacia de las medidas dependerá de su adecuación a la fase del ciclo de vida de la empresa.



6

IMPLEMENTADO EL GOBIERNO CORPORATIVO

Índice 
Índice de Términos 





Capítulo 6

Implementado el gobierno corporativo



MENSAJES CLAVE

Los líderes de las empresas son los responsables de implementar los cambios. Para poder mejorar con éxito las políticas y las prácticas de gobierno corporativo, es necesario que los líderes de las empresas asuman la responsabilidad de garantizar la implementación de los cambios en el gobierno. Su supervisión y apoyo durante la implementación, les permite dar el ejemplo desde los escalafones más altos y, si se combina con mecanismos efectivos de supervisión y seguimiento, pueden ayudar a garantizar el éxito de la implementación.

Comunicar los cambios. Una vez que se hayan puesto en marcha las mejoras del gobierno, debe comunicar los cambios a nivel interno y externo. La respuesta de todas las partes interesadas ayudará a los líderes de la empresa a modificar los planes de mejora del gobierno, para adaptarlos a las necesidades, las demandas y la realidad actuales.

El buen gobierno corporativo requiere de mejoras continuas. Todas las partes interesadas deben ser conscientes de que el buen gobierno requiere un enfoque de mejora continua, ya que las circunstancias internas y externas cambian. Las empresas deben mantenerse actualizadas sobre los avances relacionados con el gobierno corporativo a nivel mundial y regional. Deben implementar las mejores prácticas posibles para beneficiar a la empresa, sus accionistas y sus partes interesadas.

Este capítulo cubre las tácticas y las técnicas que deben emplearse para manejar la repercusión de los cambios en la organización, cómo se perciben y qué puede aprenderse de las reacciones, a nivel interno y externo. La Sección 1 ofrece ejemplos de casos reales con cronogramas de implementación de mejoras críticas del gobierno. Las secciones que siguen analizan la manera en que deben gobernarse los procesos de mejora del gobierno corporativo, con ejemplos de estructuras y procesos que pueden ayudar a la implementación. Asimismo, estas secciones ofrecen algunos ejemplos que ilustran cómo hicieron los miembros del Círculo de Empresas para supervisar el proceso de implementación del gobierno corporativo sin perder el rumbo. La Sección 4 trata de las empresas en transición. La siguiente sección analiza la función fundamental que cumple la comunicación en el proceso de cambio. Finalmente, el capítulo concluye haciendo hincapié en el carácter continuo del proceso de mejora del gobierno corporativo.

Implementación



1 La implementación lleva tiempo

Independientemente de las debilidades o fortalezas de las prácticas actuales de la empresa, la mejora del gobierno corporativo es un proceso continuo. En el Capítulo 3 se señaló la importancia de incluir plazos específicos para alcanzar objetivos concretos en las prácticas y políticas globales de gobierno. De hecho, la implementación de todas las medidas lleva tiempo, así como el lograr que estas arraiguen en la cultura corporativa de la empresa.

No siempre es posible identificar previamente los posibles focos de resistencia, por lo que los resultados podrían llegar a un ritmo más lento que el esperado. Al desarrollar cronogramas para la implementación del plan de acción, recuerde que debe asignar tiempo a consultas internas destinadas a abordar las expectativas de todas las partes interesadas: es más fácil resolver las preocupaciones que conocemos que seguir adelante desatendiendo los problemas subyacentes. La falta de oportunidades para expresar estas preocupaciones y resolverlas, puede generar una resistencia pasiva, que podría reflejarse en la demora del proyecto por la falta de entusiasmo, fe o compromiso con el proceso de mejora.

Para tener en cuenta

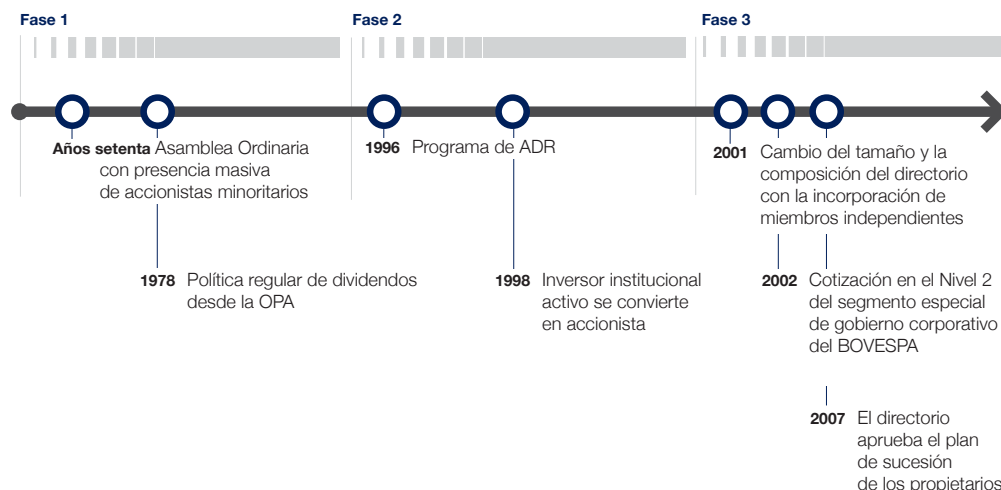
Por supuesto, habrá muchos factores internos y externos que afectarán la planificación de plazos y el logro de objetivos. Cada situación es única. Por lo tanto, desarrolle un buen plan, pero sepa que deberá ajustar los plazos originales a lo largo del proceso.

Es esencial fijar plazos para el logro de sus objetivos. Cuando lo haga sea flexible, porque deberá ajustar el cronograma original en el proceso.

Las Figuras 6.1 y 6.2 muestran la experiencia de dos miembros del Círculo de Empresas y el cronograma de sus mejoras del gobierno. Estos ejemplos demuestran que algunas acciones dependen del tiempo: deben implementarse en un orden determinado, ya sea antes o después de haber iniciado otras acciones.

Figura 6.1 Proceso de implementación del gobierno corporativo en Marcopolo

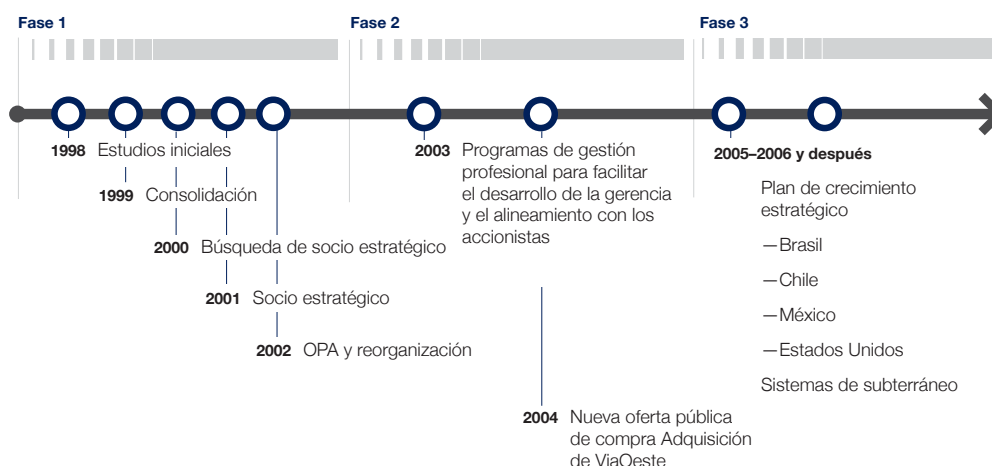
Este cronograma de reformas en el gobierno corporativo de Marcopolo, muestra el proceso de madurez de las mejoras en el tiempo. Algunas medidas sólo pueden lograrse una vez que se han consolidado las acciones previas y se ha creado un nuevo horizonte propicio para una nueva serie de mejoras (por ejemplo, cambiar el tamaño y la composición del directorio para incluir a nuevos miembros independientes).



Fuente: Marcopolo, septiembre de 2007

Figura 6.2 Pasos de la implementación del gobierno corporativo en CCR

Este gráfico muestra la importancia de planear y dejar tiempo para que las actividades arraiguen dentro de la empresa y entre sus partes interesadas relevantes. En el caso de CCR, pasaron varios años desde la evaluación inicial, hasta encontrar el socio estratégico que pudiera agregar valor a la base accionaria e introducir la empresa en los mercados de capitales. Incluso, hizo falta más tiempo para implementar medidas adicionales para mejorar el gobierno de la empresa.



Fuente: CCR, Marzo de 2007

2 Gobernar el gobierno

La creación de una estructura interna asegurará la eficacia de su sistema de gobierno corporativo. Existen varias alternativas de este tipo para gobernar las mejoras de gobierno corporativo. En lugar de crear una entidad separada, la estrategia podría ser extender el alcance de la responsabilidad a un organismo existente o a un ejecutivo de la empresa a cargo de esta función.

Independientemente del enfoque, es importante contar con la participación de los líderes de la empresa: el directorio, la alta gerencia y, quizá, los accionistas mayoritarios. Asigne responsabilidades claras para la supervisión de las acciones relativas al gobierno, para poder garantizar que los líderes de la empresa reciban información relevante y puntual sobre los avances, y para que tengan suficientes oportunidades de intervenir y corregir el rumbo, de ser necesario.

Natura enfrenta una nueva realidad de gobierno corporativo tras la Oferta Pública de Acciones Inicial de (IPO) de 2004

Cuando **Natura** salió a bolsa en 2004, tuvo que revisar su sistema de gobierno y ajustarlo a las circunstancias. Además, los líderes de la empresa debían desarrollar una estrategia de expansión internacional. La solución del directorio fue crear un comité de gobierno corporativo y un nuevo puesto, el de secretario de gobierno corporativo.

El directorio asignó al comité de gobierno corporativo una misión con cinco componentes:

- › Supervisar todo el sistema de gobierno corporativo de la empresa
- › Seguir la evolución de las mejores prácticas internacionales de gobierno corporativo



- › Proponer ajustes y mejoras al sistema de gobierno corporativo de la empresa, siempre que fueran necesarias
- › Hacer un seguimiento de las mediciones del gobierno corporativo aprobadas por el directorio
- › Informar al directorio sobre la situación y la evolución del gobierno corporativo

Dos años después, cuando se creó el puesto de secretario, la intención del directorio era ofrecer a la organización un profesional con dedicación exclusiva, que garantizara el funcionamiento adecuado del sistema de gobierno corporativo, y que buscara y propusiera mejoras en forma continua. El secretario es el punto de contacto entre los ejecutivos y los miembros del directorio en la materia, facilitando el diálogo entre ambas partes.

Dos años después de completar la mejora de las prácticas de gobierno, la empresa implementó otro cambio: ampliar el alcance de la responsabilidad del ejecutivo a cargo de la planificación estratégica y asignarle la función de supervisar el gobierno corporativo.

El proceso evolutivo de gobierno corporativo en CPFL Energía

A medida que cambiaban las circunstancias, la experiencia de **CPFL Energía** en la supervisión del gobierno corporativo ha ido evolucionando. Cuando se implementó la primera serie de cambios en la materia, la empresa nombró a un ejecutivo encargado exclusivamente de asesorar y respaldar a la gerencia, respecto de las prácticas de gobierno corporativo.

Con los años, la situación cambió: la empresa alcanzó sus primeros objetivos de gobierno y se produjeron cambios internos y externos. Por ejemplo, para poder cumplir con la Ley Sarbanes-Oxley y con las normas del mercado de valores, los profesionales del gobierno corporativo debieron ampliar el alcance de sus actividades y responsabilidades.

Así, los líderes de la empresa comprendieron que era hora de reevaluar su estructura de gobierno. El área original de gobierno corporativo se dividió en dos funciones:

- La función de cumplimiento (“Compliance”) se transformó en una labor de gestión de riesgo, para dar apoyo al director ejecutivo, el director financiero y el consejo fiscal en la supervisión de los procesos de control interno, entre otras cosas.
- El trabajo relacionado con el directorio y sus comités, los accionistas y las prácticas de gobierno corporativo, se asignó a otro ejecutivo cuyas responsabilidades incluyen también los aspectos legales del proceso de toma de decisiones, pues algunas de las funciones del departamento jurídico se transfirieron a la nueva sección de gobierno corporativo, que tiene que reportar ahora directamente al presidente del directorio y no más al director ejecutivo — otro cambio respecto de la estructura inicial.

La introducción del nuevo modelo de gobierno ha sido una parte esencial del proceso para supervisar y asegurar el rumbo de las mejoras del gobierno de la empresa. Además de la nueva estructura optimizada de gobierno, CPFL Energía creó una serie de instrumentos para gestionar el proceso. A nivel interno, la herramienta creada para monitorear y comunicar las decisiones se conoce como el “conducto” (*pipeline*).

Esta herramienta, implementada en 2006, ha desempeñado una función importante para dar información al directorio y mejorar la eficiencia de sus decisiones. Al utilizar este canal de comunicación para supervisar los asuntos relevantes con antelación, los directores y los ejecutivos saben que contarán puntualmente con toda la información necesaria para el proceso de decisión pues este canal proporciona el contexto en el cual los miembros del directorio considerarán la aprobación de futuras decisiones.

En realidad, el “conducto” es sólo una lista de los temas que debe debatir el directorio en el próximo trimestre, presentada por el asesor en cada una de las reuniones de este órgano. El documento incluye condiciones y plazos, y los directores lo utilizan para solicitar información por anticipado, o para subrayar los problemas relacionados con ciertos temas, como posibles conflictos. Además de racionalizar la agenda, el “conducto” ofrece una perspectiva más amplia y un plazo más largo para los asuntos que enfrentará la empresa.

Ejemplo: cómo entender las mejoras de gobierno corporativo realizadas por CPFL Energía

El modelo inicial de gobierno corporativo de CPFL Energía, incluía siete comités permanentes del directorio integrados por 37 personas, entre ellas miembros del directorio, gerentes y representantes de accionistas. El número de participantes aumentó drásticamente las interacciones necesarias. El directorio y la gerencia estaban ocupados con reuniones todo el tiempo. Además, los comités incluían a representantes de los accionistas que no eran miembros del directorio, lo que estaba provocando un exceso de ruido e ineficiencia.

La empresa también se dio cuenta de que necesita reevaluar la cantidad de tiempo que dedica a la revisión de documentación en las reuniones del directorio. Por ejemplo, en estas reuniones, la revisión del progreso de las obras de ingeniería en el sur del país, solía incluir largas presentaciones con imágenes que podían durar hasta una hora.

Este proceso se optimizó como parte de la reestructuración del gobierno: actualmente, las fotos se cargan en el sitio web privado de los directores, antes de la reunión. Los miembros pueden revisar las imágenes y los informes con antelación y usar la reunión para formular preguntas. El resultado: lo que antes llevaba una hora, se puede cubrir en 15 minutos.

Funciones de apoyo de la gerencia

También se revisaron las funciones de gobierno corporativo para garantizar que respondiesen a la complejidad de la estructura empresarial. La empresa creó una función de cumplimiento, con reporte al director ejecutivo y se encarga de que los controles internos cumplan todos los requerimientos del BM&FBOVESPA y el NYSE. Los líderes de la empresa crearon una segunda entidad de asesoramiento, que reporta al presidente del directorio, para supervisar y mejorar los procesos de gobierno corporativo.

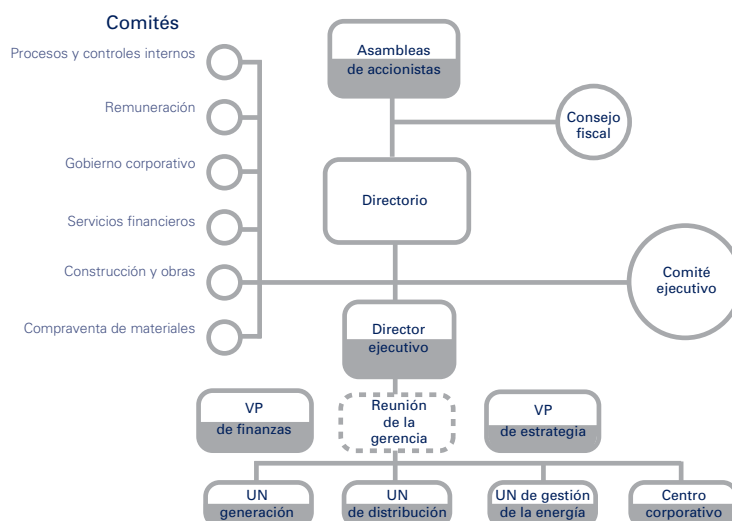
El ejecutivo de asesoramiento se encarga de:

- Mantener la conexión entre el presidente del directorio, los diferentes comités y comisiones y los ejecutivos, y de asegurarse que la toma de decisiones respete las pautas de gobierno corporativo
- Coordinar la preparación de documentos jurídicos, tanto para los accionistas como para las reuniones del directorio, y la información facilitada por la gerencia al directorio y sus comités

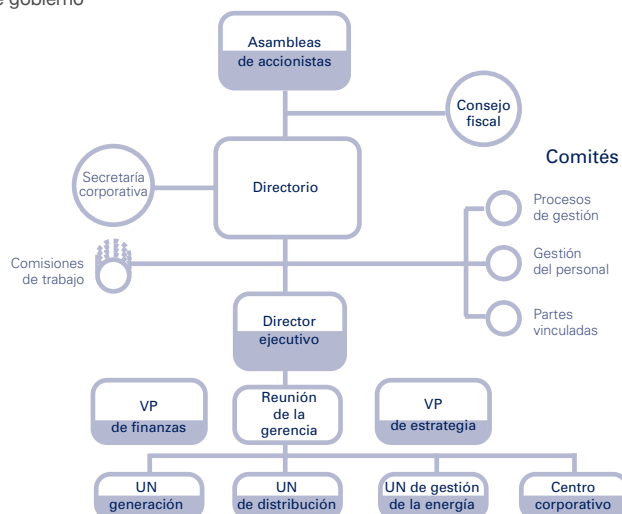
El “conducto” de la empresa ha sido una importante herramienta de apoyo a la gerencia, ofreciendo una amplia perspectiva de temas futuros y mejorando el proceso de planificación y organización.



Modelo previo de gobierno



Nueva modelo de gobierno



Fuente: CPFL. Diciembre de 2008

3 Monitoreo del progreso de la implementación

Contar con políticas, prácticas y estructuras adecuadas, no es suficiente para garantizar que los cambios en el gobierno se harán realidad. Los procesos de implementación y mantenimiento también son fundamentales para que todo funcione adecuadamente. Hay que supervisar el sistema de gobierno durante el proceso, para poder adaptarlo a nuevas situaciones y garantizar la incorporación de conocimientos e información relacionados con anteriores iniciativas de gobierno.

Hay que prestar especial atención a la creación y el mantenimiento de un proceso eficiente para la toma de decisiones y asegurar un buen flujo de información. Esto incluye las nuevas prácticas y los mecanismos para facilitar su implementación y mejora continua.

Durante todo el proceso de mejora de sus políticas de gobierno corporativo, las empresas del Círculo debieron desarrollar mecanismos para garantizar la implementación de las reformas. Las empresas también buscaron la eficiencia del proceso. Los siguientes ejemplos demuestran las diversas maneras en que las empresas pueden organizarse para garantizar el flujo de información y la adhesión a prácticas y procesos eficaces.

El flujo automático de trabajo de ISA ayuda a verificar el cumplimiento

En 2004, **ISA** implementó un sistema de flujo automático de trabajo que permite verificar el cumplimiento de todos los aspectos del código de gobierno corporativo. El sistema funciona así:

- Un mes antes de cumplirse el plazo de implementación de una obligación o tarea, el sistema envía un mensaje a los empleados responsables de la actividad específica, recordándoles que deben informar el estado actual de su tarea.
- Al finalizar la tarea, los empleados deben registrar, en el sistema, que han completado el trabajo.
- Si, por alguna razón, la tarea no fue completada, el ejecutivo responsable debe explicar el motivo.

Los líderes de la empresa a cargo de la implementación del gobierno, señalan que este sistema es fundamental para dar cumplimiento a los principios y las prácticas de gobierno corporativo. El sistema ayuda a crear un sentido de compromiso real y una visión común en toda la empresa. También indica los cambios de actitud de los empleados respecto de la mejora de las prácticas de gobierno corporativo.

El sistema ayuda a la gerencia y al público en general, a medir y supervisar los esfuerzos realizados por la empresa y sus empleados para dar vida al código de gobierno corporativo de ISA. También ofrece información valiosa para el informe de cumplimiento del código de gobierno corporativo que se presenta anualmente a los accionistas.

La comunicación y la interacción entre los diferentes órganos de gobierno de una empresa, requieren de procedimientos específicos. Ciertos mecanismos pueden facilitar la adhesión a las prácticas deseadas.

CPFL Energía establece una estructura para la interacción

CPFL Energía ha empleado una variedad de dinámicas y procesos para desarrollar relaciones eficaces entre la gerencia ejecutiva, el directorio y sus comités.

Los líderes de la empresa entendieron la importancia de una estructura sólida con canales y sistemas adecuados para que la información pertinente llegue a los destinatarios correspondientes. Esto permitiría la optimización del proceso de toma de decisiones.

En 2003, la empresa desarrolló e implementó pautas de gobierno corporativo compatibles con las prácticas existentes y más avanzadas del mercado. Esta iniciativa formó parte de los preparativos para la OPA de la empresa, prevista para septiembre de 2004.

Los consultores internacionales identificaron los aspectos principales que había que mejorar y describieron los principales documentos que debía adoptar la empresa. Los documentos más importantes sobre gobierno corporativo se imprimieron y se pusieron a disposición de



todas las partes interesadas: el directorio, los comités directivos, el consejo fiscal, los altos ejecutivos de la sociedad controlante y todas las filiales.

Tanto el directorio como el consejo fiscal aprobaron sus propios reglamentos donde definían sus funciones, deberes y obligaciones. Se creó un mecanismo de autoevaluación para el directorio y el consejo fiscal, que ayuda a sus miembros a identificar oportunidades de mejora y señala las áreas que desean abordar.

Para garantizar el flujo adecuado de la información, la empresa codificó todas las normas importantes de gobierno a seguir, y las publicó en su sitio web. Esto resultó muy positivo: involucró a todas las partes interesadas internas en los cambios propuestos, a medida que la empresa adoptaba las prácticas requeridas para cotizar en el NYSE y en el segmento superior de gobierno corporativo del BM&FBOVESPA.

Los directores también solicitaron al comité de procesos de gestión que analizara toda la información entregada al directorio. Querían evaluar los diversos tipos de información y las vías de divulgación, con el objetivo de eliminar lo que no fuera necesario e identificar la información clave para la toma de decisiones.

“La Empresa organizó un calendario básico de eventos —que debe ser aprobado por el directorio y sus comités asesores durante el transcurso del año—, relacionado con la planificación estratégica corporativa y aspectos presupuestarios que sabemos que deberemos adoptar. Además, fue creado un sitio web para el directorio en el que se puede acceder a toda la información, las actas y las presentaciones. Esto ha aumentado considerablemente la previsibilidad de las decisiones a tomar.”

—**Marco da Camino Soligo**, CPFL Energia, ex Gerente de Gobierno Corporativo



4 Procedimientos temporarios y situaciones de transición

En ocasiones, y a medida que avancen a través de las distintas etapas de desarrollo, las empresas deberán crear procedimientos provisionales. Algunas prácticas sólo podrán aplicarse en este período, para garantizar una transición fluida y sin sobresaltos.

Soluciones de transición en Embraer

Embraer es un buen ejemplo de este proceso provisional, que se planificó y se comunicó adecuadamente al mercado.

El directorio de la empresa, elegido el 31 de marzo de 2006, incluía a 11 miembros y sus respectivos suplentes. Para garantizar la estabilidad de las medidas corporativas y la continuidad de las pautas de gestión durante el período inmediatamente posterior a la aprobación de la reestructuración del capital, se fijó un primer mandato del directorio de tres años.

A su vez, se estableció un máximo de dos años para los mandatos subsiguientes del directorio.

La lógica del enfoque: desarrollar continuidad en las estrategias ya planeadas, a corto y mediano plazo, y disponer la transición de la empresa a la nueva estructura, sin poner en riesgo sus actividades.

Durante este período de transición, el presidente del directorio de la empresa también se desempeñó como director ejecutivo. El directorio eligió a un nuevo director ejecutivo en abril de 2007. A partir de esa fecha, la empresa prohibió expresamente el ejercicio simultáneo de ambas funciones.

El directorio de Embraer cuenta con un representante del gobierno brasileño, dos representantes de los empleados de la empresa y cinco directores independientes.⁹⁶

En Suzano Petroquímica, el equipo temporal de gestión guía la fase de transición

Suzano Petroquímica solía ser una sociedad controlante con puestos de control compartido en varias empresas petroquímicas brasileñas. Después de revisar la posición de la empresa en el sector petroquímico nacional, durante la reunión de planificación estratégica de 2004, los líderes de Suzano Petroquímica comprendieron que la empresa podía convertirse en un líder del sector en América Latina. Su potencial de liderazgo provenía de varios factores:

- Calidad de los activos
- Oportunidades de consolidación y crecimiento
- Estructura sólida del capital
- Perspectivas prometedoras a mediano y largo plazo para la industria petroquímica de Brasil

De hecho, la empresa ya era un competidor importante en el sector petroquímico brasileño, pero para convertirse en un verdadero líder sectorial, debía abandonar su estructura de sociedad controlante y asumir el control directo de sus propias operaciones, con una estructura que lograra sostener un proceso previsto de consolidación para el futuro.

Con la adquisición de Polibrasil en 2005 y su fusión subsiguiente, Suzano Petroquímica se convirtió en el líder latinoamericano en la producción y el comercio de polipropileno, y el segundo mayor productor de resinas termoplásticas de Brasil. Para la transición posterior a la fusión, la empresa estableció un equipo temporal de alta gerencia integrado por ejecutivos de Suzano Petroquímica y Polibrasil. La empresa creó una estructura de supervisión para asegurar la armonización de las culturas empresariales. Además, se combinaron los puestos de presidente del directorio y director ejecutivo.

Esta estructura transitoria se mantuvo hasta septiembre de 2006, cuando se nombró al nuevo equipo gerencial y se separaron los cargos de presidente del directorio y director ejecutivo.

⁹⁶ Ver definición de "director independiente" en el Anexo 4, Corporación Financiera Internacional, 2009.



El nuevo equipo de alta gerencia estaba integrado por cuatro ejecutivos y encabezado por dos codirectores ejecutivos, que habían liderado exitosamente a sus equipos obteniendo muy buenos resultados en la fase posterior a la fusión, como altos ejecutivos de las dos empresas fusionadas. A partir del excelente desempeño tras la fusión, el directorio y los accionistas mayoritarios decidieron que estos ejecutivos poseían la combinación adecuada de habilidades, estilos y liderazgo para ayudar a la empresa a enfrentarse a los retos futuros, mientras la industria seguía consolidándose.

5 Comunicando cambios

¿Qué hay que hacer después de implementar las mejoras iniciales de las prácticas de gobierno corporativo? ¿Cuál es la mejor manera de comunicar los cambios que atraviesa su empresa?

Comunicar los cambios públicamente trae beneficios a nivel interno y externo. A medida que el mercado toma conciencia de los cambios y reconoce su valor, se refuerza aún más el compromiso interno con los mismos. Además, el saber que una mejora anunciada públicamente sigue pendiente, puede estimular aún más el compromiso interno.

Sin embargo, es importante tomar conciencia de que no todas las mejoras del gobierno corporativo se reconocerán y valorarán inmediatamente en el mercado. En su momento, cuando muchos miembros del Círculo de Empresas empezaron a comunicar sus progresos de gobierno, el mercado latinoamericano sabía muy poco sobre el concepto. De hecho, el mercado otorgó muy poco crédito al esfuerzo de estas empresas.

En este contexto, una comunicación, a nivel interno, clara sobre los cambios y su valor es especialmente importante. Una estrategia general de comunicación puede aportar ventajas mutuamente beneficiosas que promuevan el compromiso de los empleados con los cambios y el reconocimiento, y la comprensión de las partes interesadas externas, los accionistas y el mercado.

Argos comunica sus mejoras del gobierno

En 2004, **Argos** anunció públicamente la adopción de un nuevo código de gobierno corporativo, un acontecimiento sin precedentes en el país. Éstos son algunos puntos destacados:

- La empresa desarrolla su código de gobierno en 2004, tras un proceso de comunicación interna, debate y documentación de sus políticas y prácticas de gobierno corporativo.
- El directorio revisa y aprueba el nuevo código, demostrando el mayor compromiso de los escalafones superiores con el proceso.
- Con la aprobación del nuevo código, la empresa emprende una primera iniciativa de comunicación para compartir los resultados de las mejoras del gobierno.
- La empresa enfrenta cierta resistencia inicial y el desconocimiento de la importancia del gobierno corporativo: en un principio, el mercado ve el buen gobierno como una moda pasajera que no durará.
- La actitud cambia después de que Argos educa al mercado: Argos insiste en demostrar el valor del código que está implementando y asume el papel de educador, para que el mercado reconozca el valor del gobierno corporativo. Hoy, su audiencia es consciente del importante papel que han desempeñado los valores y los principios de gobierno corporativo en el desarrollo de la empresa.

El mismo código de Argos contribuye a este proceso de comunicación continua. Siguiendo sus disposiciones, la gerencia se reúne regularmente con los participantes del mercado y las entidades reguladoras para comunicar los planes de acción de la empresa y demostrar su progreso. El auditor externo debe informar a la asamblea de accionistas y al mercado en general sobre el cumplimiento del código de la empresa.

Un sistema estructurado permite el acceso pleno y puntual de los accionistas a información clara y relevante. La empresa considera que es fundamental que el mercado, los accionistas y las partes interesadas se mantengan actualizadas y conozcan la información relevante de la organización.

En Ferreyros, la iniciativa de comunicación es esencial para su misión

Ferreyros siempre se ha mostrado dispuesta a contar su historia y mostrar sus avances en materia de gobierno corporativo. Así, el tema ha dejado de ser un concepto académico para convertirse en un plan de acción en su entorno comercial. La empresa cree firmemente que si Ferreyros tiene éxito, otras empresas seguirán sus pasos. Por este motivo, Ferreyros participa en muchos seminarios organizados por diferentes instituciones oficiales del Perú, incluyendo congresos académicos, como los celebrados en la Universidad de Lima y la Universidad del Pacífico. La empresa también asiste a seminarios empresariales patrocinados por empresas líderes, a nivel internacional, de auditoría y contabilidad como Procapitales, la Asociación de Empresas Promotoras del Mercado de Capitales y la Bolsa de Valores de Lima. Actualmente, los líderes de Ferreyros especialistas en esta materia, dedican tiempo a comunicar sus éxitos y resultados al mercado.

5.1 Convenciendo a los escépticos

La implementación de mejoras de gobierno, no siempre vendrá acompañada de una ovación inmediata de todas las partes. A veces, requiere cierto tiempo para que el mercado comprenda el accionar de la empresa, como demuestra la experiencia de Argos, que se explicó en la sección anterior.

“El gobierno corporativo sólo es posible si se cree verdaderamente en él. Es difícil medir con precisión sus resultados, especialmente a corto plazo. Sin embargo, al volver la vista atrás, uno sabe que ha avanzado un largo trecho y cada vez es más difícil retroceder.”



—João Elek, NET, Director Financiero



No obstante, los líderes de las empresas señalan que creer en el valor de las mejoras, finalmente ayudará a ganar aceptación y comprensión.

A pesar de las dificultades, NET cumple las normas brasileñas y estadounidenses

La decisión de **NET** de preparar y publicar sus estados contables según las normas contables de Brasil y los principios GAAP de Estados Unidos, no tenía precedentes en la historia empresarial brasileña.

No fue una tarea fácil: cada trimestre, tuvieron que pasar varias noches en vela, en especial durante la primera etapa.

Parte del desafío consistía en lograr que el personal, los ejecutivos y los miembros del directorio involucrados, revisaran los resultados antes de su publicación. Algunos ponían en duda la necesidad de trabajar bajo tanta presión.

A pesar de todo el trabajo, al principio, nadie en el mercado parecía notar ni apreciar la iniciativa. Sin embargo, paulatinamente, a medida que el proceso avanzaba, los participantes del mercado comenzaron a notar la importancia del trabajo emprendido por NET.

La verdadera recompensa llegó más tarde, cuando este tipo de informes se convirtió en un requerimiento legal. Mientras la mayoría de las demás empresas se encontraban en una fase de adaptación a la publicación simultánea de ambos grupos de estados contables, NET ya había pasado a la fase de mejorar el proceso.

Cabe destacar que NET ha obtenido el Certificado de Divulgación Ejemplar, que certifica que todas sus comunicaciones al mercado se realizan únicamente tras el cierre de los mercados y en el plazo de una hora. Este proceso se audita, por lo que los inversores tienen la certeza de que todos reciben los anuncios al mismo tiempo, independientemente de su ubicación geográfica o zona horaria.

Ejemplo: CCR

La anticipación de CCR: la perseverancia de los pioneros del gobierno corporativo genera dividendos

A continuación, Eduardo Andrade, Director de CCR y Presidente de su Comité de Gobierno Corporativo, habla con franqueza de las primeras luchas por implementar prácticas de buen gobierno en América Latina. Está claro que los líderes deben perseverar y mantenerse firmes en la convicción de que lo que están haciendo es realmente lo correcto.

“La OPA se realizó en un momento en que el mercado estaba estancado. Solo había habido dos o tres OPAs en Brasil en los años anteriores. Además, no teníamos ninguna experiencia en el mercado, por lo que decidimos incorporar a un consultor estadounidense, un banco, y entonces descubrimos Novo Mercado. La empresa consideró que era una buena combinación: sin embargo, hubo muchas dudas y preguntas. Muchos

preguntaron por qué solo teníamos acciones ordinarias. Pensaron que el asunto del Novo Mercado era algo utópico. Otros dijeron que el financiamiento del Novo Mercado era caro, y que era un lugar para empresarios ingenuos. Sin embargo, nosotros creíamos que si el Novo Mercado no era un éxito, entonces el mercado de valores de Brasil no tenía futuro. Decidimos hacer nuestra apuesta. CCR fue la primera empresa que entró en Novo Mercado y estuvimos solos ahí durante casi un año.

Luego, se nos unió Sabesp y ambos permanecemos sin mayor compañía durante bastante tiempo. En el momento de la OPA, hubo cierta desconfianza por las empresas constructoras que tenían la mayoría de las acciones de CCR. Algunos nos vieron como a un zorro en un gallinero.

Nos propusimos cambiar ese concepto dirigiéndonos a algunos líderes de opinión para exponerles nuestras verdaderas intenciones. Uno de ellos fue una de las empresas más prestigiosas de capital privado, que me recibió muy bien. Hablamos durante casi tres horas, pero la empresa de inversión no compró ni una sola acción. La OPA no tuvo éxito y la demanda fue inferior a la oferta de acciones. Los socios tuvieron que comprar parte de las acciones, cuyo precio empezaba desde los R\$ 18,00, con la empresa valorada en R\$ 1.500 millones.

Creo que al lanzar una OPA, el precio de las acciones debe ser la menor de las preocupaciones de una empresa. Lo importante es lo que pasa después. CCR emitió sus acciones a R\$ 18,00. Seis meses después estaban a R\$ 5,40. Nos pareció absolutamente ridículo. Después de todo, a ese precio, la capitalización de la empresa en el mercado era inferior a R\$ 500 millones.

Allí comenzaron las críticas. Algunos querían que la empresa recomprara las acciones. Sin embargo, prevaleció el sentido común y nos mostramos firmes en demostrarles a todos lo que estábamos intentando hacer



realmente. Empezamos a trabajar en los aspectos externos del buen gobierno: relaciones con los inversores, transparencia y respeto total por los derechos de los accionistas minoritarios.

Un año después, el mercado se despertó de este sueño profundo y, al adquirir ViaOeste,⁹⁷ CCR emitió más acciones. Esta vez la historia fue totalmente diferente. El mercado tiene un sexto sentido que le permite valorar correctamente a las empresas. Esta vez las acciones se vendieron a R\$ 23,50, lo que representa un valor de la empresa de R\$ 2.300 millones, y la demanda fue seis veces mayor a la oferta. Esto demuestra la capacidad de percepción del mercado.

Uno de los mayores cambios en el país, en años recientes, ha sido la maduración, el crecimiento y la sofisticación del mercado de capitales. La sociedad aún debe tomar consciencia de la importancia de este hecho.

Con el tiempo, hemos mejorado nuestra relación con el mercado. En 2005, obtuvimos el premio del IBGC al mejor gobierno corporativo, y en los últimos tres años hemos formado parte de las diez mejores empresas que cotizan en bolsa dentro de la clasificación de la Agência Estado.⁹⁸ Esto demuestra que hemos hecho los deberes y han reconocido nuestra labor. Hoy,⁹⁹ después de haber dividido en cuatro cada una de las acciones, su precio oscila en R\$ 30,00, lo que sería R\$ 120,00 antes de la división, y el valor de mercado de CCR superaría los R\$ 12.000 millones.”

— **Eduardo Andrade**, CCR, miembro del directorio,
Presidente del Comité de Gobierno Corporativo
y accionista



⁹⁷ Otro operador brasileño de peajes.

⁹⁸ Agencia de noticias brasileña relacionada con el periódico “O Estado de São Paulo”.

⁹⁹ Esta declaración fue escrita en julio de 2008.

5.2 Aprendiendo a partir de la reacción de elementos externos

Es natural que una empresa que atraviesa el proceso de implementar mejoras de cualquier tipo espere las alabanzas del mundo exterior, pero los comentarios decisivos y reflexivos pueden resultar aún más valiosos. Por este motivo, y como atestiguan los miembros del Círculo, la empresa debe estar alerta y afinar los oídos a las reacciones externas.

NET se enfrenta a los rumores del mercado

En 2008, corrió el rumor en el mercado de que, si se producía un cambio en el control de la empresa, el nuevo accionista estratégico de **NET** trataría injustamente a los accionistas minoritarios. NET se enfrentó directamente al problema y envió a sus gerentes en una gira destinada a oír a los interesados. El equipo escuchó las principales preocupaciones y las diferentes opiniones de los inversores y presentó los comentarios a sus accionistas mayoritarios.

Como consecuencia, los accionistas estratégicos clarificaron públicamente su posición en el mercado. Esto ayudó a esclarecer la situación. Esta medida es coherente con la actitud de escuchar activamente a los interesados, que desarrolló la empresa durante los años de mejora de sus prácticas de buen gobierno. Una vez más, este enfoque abierto demostró su valor.

El Grupo Suzano aprende de la reacción del mercado

Las empresas del **Grupo Suzano**, Suzano Papel e Celulose y Suzano Petroquímica, decidieron lanzar ofertas secundarias para incrementar la liquidez de sus acciones, una medida importante en la estrategia de gobierno, como se explicó en el Capítulo 4.

Pero la iniciativa se encontró con algunos obstáculos: La oferta de Suzano Papel e Celulose en 2003, atrajo a nuevos accionistas importantes, muchos de quienes tenían planes de inversión comunes a largo plazo. En un principio, esto frustró el objetivo de aumentar la liquidez. Sin embargo, surgieron otras ventajas, porque este tipo de inversores, conjuntamente con la visión de los accionistas mayoritarios, son vitales para los planes a largo plazo de la empresa.

Para evitar una reconcentración similar de la liquidez, al preparar su oferta secundaria de 2004, Suzano Petroquímica introdujo un mecanismo temporal en su estatuto. La disposición limitó la tenencia de un único accionista preferido al 8% de las acciones preferidas.

Crear un mecanismo de índole temporal, permitió que la empresa considerara los intereses a largo plazo expresados por algunos de sus nuevos inversores: deseaban contar con la flexibilidad que les permitiera comprar más acciones. La segunda oferta —de menor magnitud— les proporcionó esta flexibilidad. Algunos accionistas importantes estaban dispuestos a vender parte de sus valores, para mejorar la liquidez de la compraventa de acciones, y crear una plataforma inicial que permitiera la captación de fondos adicionales en un futuro cercano. La reconcentración habría frustrado el objetivo de aumentar la liquidez.

Ultrapar otorga derechos de acompañamiento

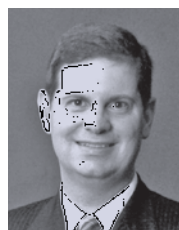
En 1999, cuando sus acciones salieron al mercado BM&FBOVESPA de Brasil, **Ultrapar** enfrentó una situación compleja. Simultáneamente, la empresa emitió certificados estadounidenses de depósitos en custodia en el Nivel III del NYSE. Además de cumplir los estrictos requerimientos de la comisión del mercado de valores de Estados Unidos, seis meses después de su OPA, Ultrapar otorgó derechos de acompañamiento para todas sus acciones. El mercado tuvo una clara influencia en esta decisión: percibía la concesión de derechos de acompañamiento como una forma de proteger los intereses de los accionistas minoritarios, en caso de que se transfiriera el control de la empresa.



A fines de 2001, la aprobación de la nueva ley corporativa brasileña, impuso la obligatoriedad de los derechos de acompañamiento, otorgando a los accionistas minoritarios el derecho a recibir el 80% del precio ofrecido al accionista mayoritario, solo por las acciones con derecho a voto. Como se mencionó en el Capítulo 4, Ultrapar decidió ir más allá de los requerimientos legales, y garantizó derechos de acompañamiento para todas las acciones al 100% del precio ofrecido.

“La adopción de derechos de acompañamiento para todos los accionistas al 100% del precio ofrecido, fomentó cambios en la legislación corporativa brasileña y aún sigue estando por encima del mínimo exigido por la ley. El objetivo de estos derechos era reforzar el alineamiento de los intereses económicos de todos los accionistas. La decisión generó confianza entre todos los accionistas y fue fundamental para nuestra oferta secundaria en 2005.”

—**André Covre**, Ultrapar, Director Financiero



6 La búsqueda de mejores prácticas es un proceso de aprendizaje continuo

Es importante volver a enfatizar que el gobierno corporativo es un proceso continuo. En cada fase de mejora, la empresa debe continuar la reflexión sobre sus nuevas necesidades y las nuevas oportunidades que podrían surgir a partir de su modelo de gobierno corporativo. Esto es especialmente cierto cuando el panorama empresarial y los avances en materia de buen gobierno corporativo continúan su evolución.

Tras la serie de escándalos protagonizados por grandes empresas, en Estados Unidos y otras partes del mundo, el mercado se ha vuelto cada vez más exigente respecto de las mejoras de las prácticas de gobierno corporativo y los controles internos, para aumentar la confianza de los inversores. La concientización posterior a los escándalos creó un entorno propicio para la mejora del gobierno. En América Latina, esto se observó en países como Brasil: tras el período inicial, cuando los inversores reclamaban medidas básicas de gobierno, ahora perfeccionan sus demandas exigiendo mejoras en la calidad de la divulgación de información, la composición de los directorios, etc. Como ilustra la experiencia de los miembros del Círculo, las lecciones aprendidas del proceso de planificación descrito en el Capítulo 3, pueden servir como punto de partida y proceso de aprendizaje continuo.

CPFL Energía:

Como se señaló anteriormente en este capítulo, **CPFL Energía** llevó a cabo una importante revisión de sus mecanismos y prácticas de gobierno en 2006. Volvió a recurrir a la empresa internacional de consultoría que la había ayudado en el diseño de su estructura de gobierno corporativo, para que la revisara y propusiera las modificaciones necesarias. Esto produjo un nuevo diseño de la estructura de gobierno con mucha más flexibilidad y eficiencia.

¿Por qué hizo la empresa cambios en su directorio y sus comités? La empresa sintió una fuerte necesidad de aumentar la eficiencia y la eficacia, además de mejorar el proceso de toma de decisiones. Desde la implementación de las mejoras iniciales del gobierno, la empresa había experimentado un enorme crecimiento — en 2001, el grupo sólo tenía dos empresas. Actualmente, CPFL Energía tiene más de 20 empresas que siguen las mismas pautas de gobierno corporativo. CPFL Energía llevaba cinco años usando la estructura, los procesos y las prácticas de gobierno y se había dado cuenta de que los gerentes y los miembros del directorio dedicaban demasiado tiempo al gobierno de la empresa.

Desde septiembre de 2006, cuando el directorio aprobó la nueva estructura y los procesos de gobierno, CPFL Energía ha obtenido resultados muy positivos:

- La gerencia y el directorio han logrado un ahorro significativo de tiempo y esfuerzo
- Mayor fluidez del proceso de toma de decisiones
- Reducción considerable de la falta de comunicación

La empresa también entiende que la estructura más flexible y racional forma parte de un proceso de mejora continua que, en algún momento, también requerirá revisiones y mejoras.

Homex:

Homex coincide con otros miembros del Círculo en la idea de que mantener un buen gobierno es un proceso continuo. Incluso hoy, al observar las prácticas en todo el mundo, Homex sabe que el mercado exige mejoras constantes. En forma permanente, Homex evalúa nuevas fuentes de referencia y analiza las nuevas tendencias para actualizar su modelo. La empresa cree que mantenerse actualizada sobre los máximos criterios internacionales de gobierno corporativo, le ayuda a garantizar políticas dinámicas y buenas prácticas de gobierno que generan gran confianza entre los inversores.

El Grupo Suzano:

Desde 2003, la empresa ha mejorado considerablemente sus prácticas, evaluando cuidadosamente cada medida antes de darle carácter permanente. Sin embargo, la transformación del gobierno es un proceso dinámico. La empresa debe estar preparada para cumplir con los requerimientos cada vez más exigentes del mercado, por lo que el gobierno corporativo debe estar bien estructurado. Recientemente, la empresa ha puesto mucho empeño en analizar y anticiparse a las tendencias, para que el mercado perciba al grupo como un líder del gobierno corporativo.

Ferreyros encuentra oportunidades de mejora continua fuera de la empresa

En **Ferreyros**, los líderes de la empresa comprendieron que el cambio continuo se implementa mejor cuando la situación de la empresa en materia de buen gobierno, se evalúa internamente y se han establecido referencias nacionales e internacionales. En 2001, junto a otras empresas,



Ferreyros, respondió un cuestionario de evaluación sobre la propiedad y la transparencia financiera, la estructura y los procedimientos del directorio, y las relaciones con los accionistas. La empresa obtuvo un buen resultado en la evaluación, pero lo más importante fue lo que hizo con la información. Ferreyros decidió utilizar el cuestionario como punto de partida para implementar mejoras en los aspectos que habían obtenido respuestas menos satisfactorias.

La empresa actualiza esta evaluación anualmente, en un esfuerzo constante por identificar oportunidades de mejora. Cuando en 2004, la CONASEV publicó una lista de 26 requerimientos de divulgación para las empresas que cotizan en bolsa, extraídos del Código de Gobierno Corporativo del Perú, la iniciativa permitió que Ferreyros lograra cumplirlos más fácilmente.

A fines de 2006, la evaluación de la empresa mejoró aún más, aprovechando un programa desarrollado por la Corporación Andina de Fomento. Ahora, Ferreyros puede fijar prioridades y planear adecuadamente lo que debe hacer.

El mismo año, la empresa participó en un concurso de gobierno corporativo organizado por Procapitales y la Universidad Peruana de Ciencias Aplicadas. Para participar debía presentar información relacionada con el trato a los accionistas; las prácticas del directorio, incluyendo la presencia de directores independientes; los comités de directorio; la transparencia de la información; la estructura de la gerencia ejecutiva; la gestión de riesgos, y, finalmente, la relación con las partes interesadas internas y externas. El valor de la iniciativa reside en que:

- Ayudó a la empresa a evaluar su situación actual y a identificar más cambios para aplicar en el futuro
- Diferenció a la empresa, trayéndole reconocimiento
- Permitió mejoras continuas: la empresa cree que los inversores pagarán más si existen buenas prácticas de gobierno corporativo
- Posibilitó que los organizadores comentaran los aspectos a mejorar

El resultado: Ferreyros ha recibido numerosos premios. En 2006, ganó un premio relacionado con los derechos de los accionistas. En 2007, la empresa fue galardonada por su evolución anual en materia de gobierno corporativo.

En la actualidad, el proceso continúa. En 2006, la empresa implementó la autoevaluación de los miembros del directorio y planeo adoptar cambios adicionales. Esta evaluación continua es vital cuando las empresas se enfrentan a cambios del entorno de los negocios y de gobierno corporativo. Las empresas deben mantenerse ágiles y flexibles, siempre dispuestas a adaptar el rumbo a la medida de las necesidades del mercado.

NET sigue un camino largo y lleno de recodos

Para concluir, NET nos proporciona un buen ejemplo del proceso de gobierno corporativo. Sus accionistas mayoritarios y la gerencia llevan ya muchos años trabajando juntos en la mejora del gobierno corporativo. Desde la salida a la bolsa de Multicanal en 1996 y la cotización de las acciones de Globocabo en el BM&FBOVESPA (en el Nivel 1, en 2001, y en el Nivel 2, en 2002), NET ha recorrido un camino largo y, a veces, sinuoso.

Al mirar atrás, se pueden ver los obstáculos que la gerencia y el directorio debieron superar juntos, como las preocupaciones iniciales sobre el compromiso de resolver controversias a través de la Cámara de Arbitraje del BM&FBOVESPA y la repercusión que podría haber tenido en la evolución de la empresa. Sin embargo, ahora se reconoce ampliamente que las buenas prácticas de gobierno corporativo mejoraron la percepción externa de la creación de valor.

A pesar de los buenos resultados que siguen a una reforma de gobierno corporativo bien implementada, quedan otras batallas por ganar. Las nuevas circunstancias del mercado, la legislación o las iniciativas empresariales, pueden provocar nuevas oleadas de resistencia. Así resume la trayectoria de la empresa uno de los líderes de gobierno corporativo del Círculo:

“El proceso de gobierno corporativo no acabará nunca. Surgirán nuevas ideas y temas de debate. Algunos promotores del gobierno corporativo querrán liderar e implementar las nuevas medidas más rápido que otros; esto generará nuevos focos de resistencia; algunas ideas pueden ser buenas pero se necesitará tiempo para entenderlas. El proceso exigirá capacidad de recuperación y perseverancia. Hará falta tiempo para que la gente realmente comprenda las ventajas del buen gobierno. También será necesario contar con personas capaces de desarrollar compromiso a diferentes niveles, dentro de las empresas y con diferentes grupos de accionistas. Pero estoy seguro de que, dentro de cinco años, al mirar atrás, veremos un mercado de capitales mucho más maduro en América Latina y podremos reírnos de las anécdotas que sólo podremos contar dentro de diez años.”



—Leonardo Pereira, NET, ex Director Financiero

Este capítulo analizó modos de implementar mejores prácticas de gobierno corporativo. Los miembros del Círculo de Empresas aportaron ejemplos de cómo enfrentaron las dificultades mediante las diferentes herramientas de que disponían y adoptando medidas organizadas para garantizar la aceptación y el cumplimiento. El capítulo resaltó cómo las empresas pueden aprender de las pistas que ofrece el mercado y subrayó la importancia de un proceso de transformación mediante el aprendizaje continuo.

Ahora que ya se han implantado las mejoras del gobierno corporativo, ha llegado el momento de evaluar los beneficios de su implementación.

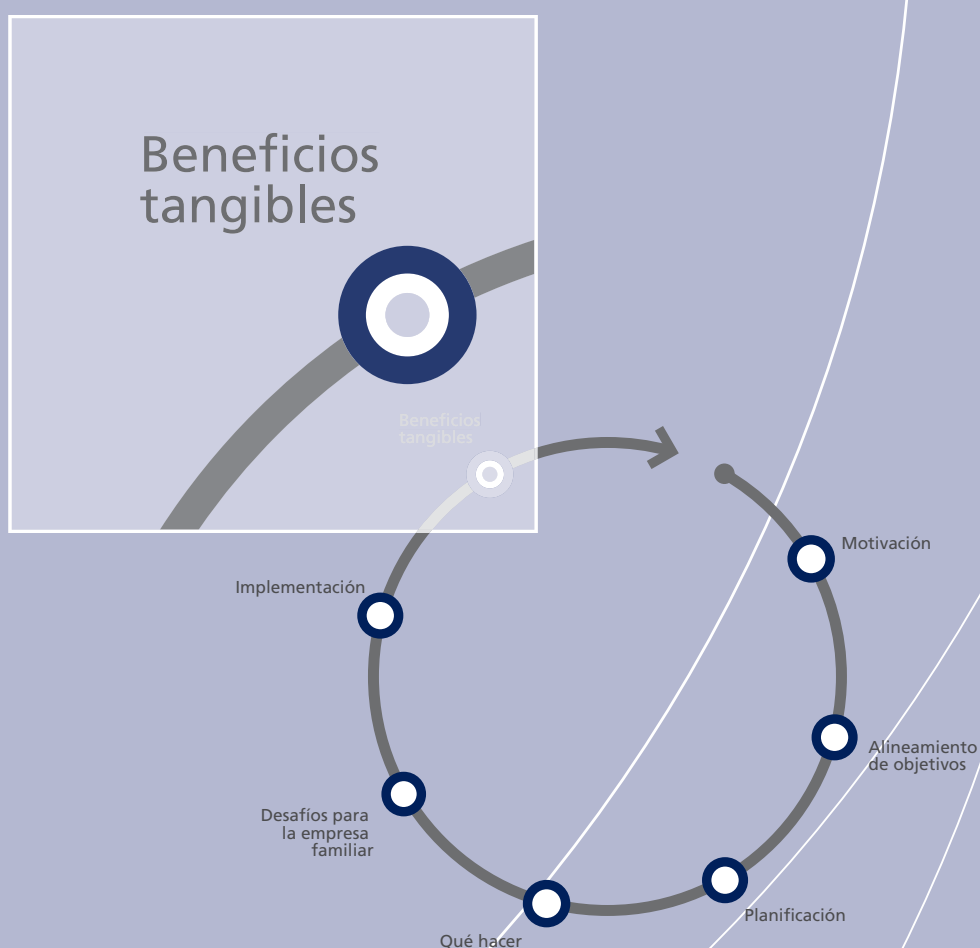


Para seguir pensando y debatiendo

- ¿Qué elementos incluiría en el proceso de implementación del gobierno corporativo en su empresa?
- ¿Existen escépticos a los que habría que convencer de las ventajas? ¿Cómo disiparía sus dudas?
- ¿Su empresa está preparada para comunicar los cambios que están teniendo lugar? ¿Qué aspectos debería reforzar para que los mensajes clave se comuniquen puntualmente, tanto a nivel interno como externo?
- ¿Dónde puede buscar su empresa respuestas sobre la esencia y el avance de las mejoras del gobierno? Identifique a algunas de sus partes y grupos interesados.
- ¿Qué mecanismos de gobierno podría crear su empresa para garantizar las mejoras sigan un modelo de aplicación continuo?

7

LOS BENEFICIOS TANGIBLES DEL BUEN GOBIERNO CORPORATIVO





Capítulo 7

Los beneficios tangibles del buen gobierno corporativo



MENSAJES CLAVE

Las empresas creen en el valor del buen gobierno. Como líderes del gobierno corporativo en América Latina, los miembros del Círculo de Empresas creen firmemente que el buen gobierno ha contribuido considerablemente al éxito de sus empresas y que es fundamental para las buenas perspectivas de negocio a largo plazo.

Los datos empíricos confirman la creencia de las empresas en las ventajas de mejorar el gobierno. Los análisis empíricos realizados para la redacción de este capítulo, concluyeron que los miembros del Círculo de Empresas, que han invertido más en políticas y prácticas de gobierno corporativo, han producido resultados operativos y comerciales sustancialmente mejores que los de otras empresas latinoamericanas. Esto se traduce en mayores niveles de rentabilidad, precios relativos y liquidez en las acciones, y menores costos de capital.

El buen gobierno sirve tanto en épocas de prosperidad como de crisis. Cuando la economía y el mercado crecen, los resultados positivos tangibles del buen gobierno son evidentes. Sin embargo, el buen gobierno corporativo también ayuda a las empresas a capear las graves consecuencias de una recesión económica con mayor equilibrio, tal como demuestran los resultados obtenidos durante la actual crisis financiera global.

Los esfuerzos por medir el desempeño de la empresa y el impacto de las mejoras del gobierno corporativo sobre los resultados han cobrado impulso, desde que el tema empezara a recibir cada vez mayor atención a principios de los noventa.

El debate sobre gobierno corporativo se basa en la premisa de que adoptar buenas prácticas de gobierno tiene una influencia positiva sobre el desempeño de la empresa. Como se señaló en el Capítulo 1, las buenas prácticas de gobierno conllevan varias ventajas. Entre ellas:

- › Mejores procesos de toma de decisiones en los niveles más altos
- › Mejor entorno de control
- › Reducción del costo del capital para las empresas

Para las empresas que cotizan en bolsa, el beneficio del buen gobierno que se menciona más habitualmente, es su efecto sobre el valor de las acciones, la liquidez y la composición de la cartera de inversión. Estos beneficios fueron los principales factores de motivación para los miembros del Círculo de Empresas al embarcarse en el proceso de mejora de las políticas y las prácticas de gobierno.



Este capítulo presenta evidencias de un análisis cuantitativo que identifica los beneficios tangibles obtenidos por los miembros del Círculo de Empresas,⁹⁶ en comparación con la amplia comunidad de entidades latinoamericanas que cotizan en bolsa.

La Sección 1 describe el método general empleado en estos análisis. Las Secciones 2 y 3 explican los resultados con indicadores del desempeño operativo y el de mercado, incluyendo el costo del capital, durante períodos de crecimiento sostenido.

La Sección 4 compara el desempeño de los miembros del Círculo con el de otras empresas latinoamericanas, tras la crisis financiera global de 2008, incluyendo el comportamiento de sus acciones. Analiza la repercusión de una recesión económica sobre empresas con prácticas destacadas de gobierno corporativo.

El capítulo concluye con testimonios personales de los líderes de los miembros del Círculo de Empresas, sobre el valor de sus procesos de implementación de mejores prácticas de gobierno.

1 Enfoque general del análisis comparativo

Los académicos y los expertos en gobierno corporativo llevan tiempo intentando identificar y demostrar empíricamente que existe una relación entre las buenas prácticas de gobierno y el éxito de las empresas. Varios estudios han intentado analizar cómo diferentes características del gobierno afectan la rentabilidad, las fluctuaciones del precio de las acciones, la valoración de una empresa y otros resultados.⁹⁷ Ante la amplitud de evidencias, muchos académicos y profesionales, organizaciones internacionales y grupos activistas, inversores y líderes de organizaciones —incluyendo al Círculo de Empresas—, creen firmemente que el buen gobierno genera beneficios tangibles e influye en el desempeño y los resultados de la empresa.

Al mismo tiempo, no es fácil cuantificar total e inequívocamente la relación entre las buenas prácticas de gobierno corporativo y los resultados específicos del desempeño de la empresa. Algunos ponen en duda la existencia de una relación directa entre el gobierno corporativo y el desempeño, alegando que no existe un marco plenamente aceptado para determinar el modo en que las estructuras y los procesos de gobierno corporativo afectan el desempeño de la empresa. Problemas: cómo definir y medir las mejoras de gobierno corporativo y cómo atribuir el éxito, ya que estas mejoras pueden no ser la única razón del mejor desempeño de una empresa particular.

A pesar de estas dificultades de medición, es importante resaltar que los beneficios del buen gobierno para las empresas y los mercados son reconocidos globalmente. Dicho esto, este análisis observa que, al haber mejorado la calidad de su gobierno corporativo, en los últimos años, los miembros del Círculo de Empresas presentan un mejor desempeño operativo y de mercado que otras entidades latinoamericanas comparables. La comparación realizada sobre la base de varios indicadores, demuestra que el grupo de empresas latinoamericanas que lidera

⁹⁶ El análisis no incluye todas las entidades miembro del Círculo de Empresas. El Grupo Suzano se consideró como dos empresas separadas, Suzano Papel Celulose y Suzano Petroquímica, ya que las dos cotizan en el Mercado de valores por separado —a pesar de que ambas participan del Círculo como una única entidad y de que ambas pertenecen al mismo grupo de control. Tras su adquisición por parte de Petrobras en 2007, la información de Suzano Petroquímica no fue incluida en los datos de 2008. El análisis no incluye a Atlas, que cotizaba en Costa Rica antes de su adquisición en 2008 por parte de Mabe de México, ya que la base de datos Economatica[®] no incluye a las empresas que cotizan en el mercado de valores de Costa Rica.

⁹⁷ Ver Capítulo 1 (página 15): referencia a estudios que identificaron los beneficios de las mejoras del gobierno corporativo en lo relativo al valor de la empresa.

en materia de gobierno corporativo y que posee un firme compromiso para mejorarlo —como parte esencial de su estrategia comercial—, también ha disfrutado de un excelente desempeño financiero y operativo, en relación con la típica empresa latinoamericana.

Como se describe en los seis capítulos anteriores de esta guía, el análisis examina detenidamente un grupo de miembros del Círculo de Empresas que han superado a la media en lo que hace a los recursos y atención dedicados a la mejora de las estructuras y procesos de gobierno corporativo. A su vez, comprueba si dichos miembros registran mejores indicadores de desempeño en relación con un amplio grupo de empresas latinoamericanas comparables.

Aunque los datos no demuestran necesariamente la relación de causalidad entre la mejora del gobierno y el desempeño, sí respaldan firmemente la teoría de los 14 miembros del Círculo de Empresas, basada en su propio análisis, de que la mejora de los niveles de gobierno corporativo ha generado mejores resultados e impresionantes beneficios, financieros y de otro tipo.⁹⁸

1.1 El análisis presenta cinco enfoques

Para demostrar los beneficios tangibles, financieros y económicos de la mejora en las prácticas de gobierno corporativo, se realizó un análisis pragmático y cuantitativo de los miembros del Círculo de Empresas, mediante cinco enfoques diferentes.⁹⁹ Los criterios se dividen en dos amplios grupos, en función de la repercusión del buen gobierno sobre los indicadores operativos y el costo del capital.

GRUPO 1: Indicadores operativos

- Primer enfoque: comparación de los indicadores contables tradicionales
- Segundo enfoque: análisis del beneficio económico

GRUPO 2: Costo del capital

- Tercer enfoque: comparación de los indicadores tradicionales del mercado de valores
- Cuarto enfoque: análisis de la repercusión que poseen los anuncios de mejoras de gobierno corporativo
- Quinto enfoque: análisis del rendimiento total de las acciones

La lógica que subyace al uso de diferentes enfoques es clara: confirmar, a través de múltiples métodos, las percepciones de los miembros del Círculo de Empresas, que creen haber mejorado sus resultados tras la implementación de un mejor gobierno corporativo. La diversidad del grupo (en cuanto a nacionalidad, tamaño, sector y estructura de la propiedad) reduce la posibilidad de que las mejoras del desempeño se deban a características específicas como el sector, el tamaño o la ubicación.¹⁰⁰

⁹⁸ Este capítulo no pretende demostrar la existencia de una relación de causalidad entre las mejoras de gobierno corporativo implementadas por los miembros del Círculo y sus notables resultados financieros, operativos y relacionados con el precio de sus acciones. La población del análisis no ha sido elegida al azar y no hubo un control total sobre otros factores susceptibles de haber aportado al desempeño de los miembros del Círculo de Empresas. Sin embargo, algunos de esos factores se analizan y se toman en cuenta más adelante, en este capítulo, al revisar la magnitud de los resultados (Ej. Diferencias entre los países y los sectores representados, el tamaño y el riesgo). Asimismo, para evaluar mejor la pertinencia de los resultados, se examinan las diferencias entre períodos de crecimiento del mercado y períodos de crisis.

⁹⁹ La metodología subyacente a cada enfoque se presenta en el Anexo 5.

¹⁰⁰ Al estudiar un grupo de empresas como las que integran el Círculo, la diversidad es un aspecto interesante. El propósito de las instituciones multilaterales que apoyan la iniciativa del Círculo de Empresas de lograr esta diversidad, era ofrecer un conjunto de experiencias forjadas por distintos contextos y condiciones — permitiendo que el Círculo sirva de punto de referencia a un mayor número de empresas latinoamericanas. Esta condición es adecuada para analizar la relación entre un buen gobierno corporativo y los resultados.



2 Repercusión del gobierno corporativo sobre indicadores operativos

Muchos estudios sostienen que la mejora de las prácticas de gobierno corporativo se traduce en mayor acceso, tanto al capital social como al financiamiento de deuda, lo que reduce el costo del capital.¹⁰¹ Sin embargo, teniendo en cuenta que la mejora del modelo de gobierno puede ayudar a la empresa a adoptar mejores decisiones comerciales y estratégicas, sería razonable pensar que las empresas mejor gobernadas lograrán mejores resultados operativos, como se explica a continuación. Este posible beneficio es importante, ya que se puede aplicar tanto a las empresas que cotizan en bolsa como a las que no lo hacen, mientras que el incremento del valor de las acciones sólo es aplicable a las empresas que cotizantes.

2.1 Comparación de indicadores contables tradicionales

En este primer grupo de análisis, se presentan los resultados de una comparación entre los miembros del Círculo de Empresas y otras entidades latinoamericanas similares. En principio, la comparación parte de indicadores contables tradicionales. El análisis compara determinados indicadores operativos de los miembros del Círculo de Empresas, con el promedio de los indicadores de todas las empresas latinoamericanas que cotizan en bolsa. Para evitar las distorsiones relacionadas con la brevedad de los plazos, el indicador promedio de cada empresa se calculó para un período de tres años (2005–2007).¹⁰²

La idea es comprobar si las empresas con mejores niveles de gobierno corporativo, representadas por los miembros del Círculo de Empresas, obtienen mejores resultados operativos en forma sostenida, en comparación con la empresa media del mercado. Se eligieron seis indicadores comunes y relevantes:

- › Dos parámetros de medición para la rentabilidad:
 - + Rentabilidad Financiera ROE (por sus siglas en inglés): utilidad neta/valor contable del patrimonio
 - + Margen EBITDA¹⁰³ (EBITDA/ganancias operativas)
- › Una medida de la distribución de dividendos: el Índice de Pagos (dividendo por acción/ganancias por acción)
- › Dos parámetros de medición para la solvencia del negocio a corto plazo:
 - + Ratio corriente (activo corriente/pasivo corriente)
 - + Ratio de solvencia (EBIT¹⁰⁴/cargos por intereses)
- › Una medida del apalancamiento financiero:
 - + Ratio de deuda (deuda financiera corriente + a largo plazo/ total de activos)

Los resultados obtenidos a partir de la información recopilada entre todos los miembros del Círculo de Empresas y 1.078 empresas latinoamericanas que cotizan en bolsa, se presentan a continuación, en el Cuadro 1.¹⁰⁵

¹⁰¹ Ver Capítulo 1 (página 15): referencia a estudios que identificaron los beneficios de las mejoras de gobierno corporativo respecto de los costos de capital y de valor para la empresa.

¹⁰² Para este análisis se eligió un período relativamente reciente, que abarca la creación del Círculo de Empresas y la implementación de varias mejoras de gobierno corporativo, por parte de sus miembros. Sin embargo, para otros estudios, tratados más adelante en este capítulo, se optó por períodos diferentes que permitieran examinar las posibles fluctuaciones del rendimiento en un período más extenso.

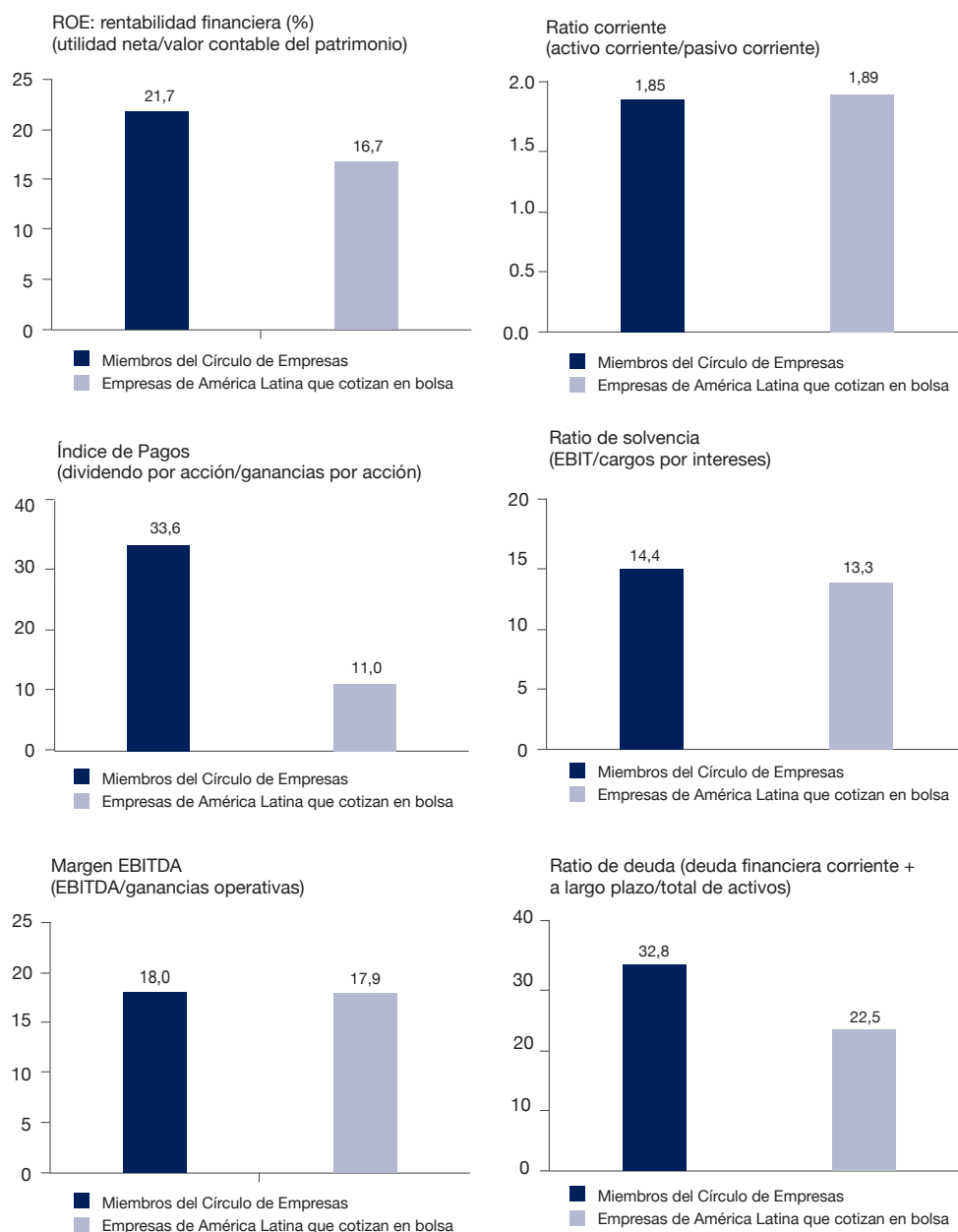
¹⁰³ El EBITDA es la utilidad antes de intereses, impuestos, depreciación y amortización. Es un parámetro de uso común para medir la rentabilidad de una empresa. Algunos analistas también lo utilizan como un parámetro que permite medir el flujo de efectivo generado por una empresa.

¹⁰⁴ El EBIT representa las utilidades antes de intereses e impuestos. Es un parámetro de uso frecuente que mide la capacidad de una empresa para obtener ganancias a partir de las operaciones en curso.

¹⁰⁵ El grupo de comparación está integrado por todas las empresas latinoamericanas que cotizaron sus acciones desde 2005 a 2007. La información se obtuvo de Economatica®, una base de datos electrónica que se centra en las empresas de América Latina. El Anexo 5 proporciona mayor información sobre la metodología utilizada.

Cuadro 1 – Comparación de indicadores operativos seleccionados

Comparación de los miembros del Círculo de Empresas con 1.078 empresas latinoamericanas que cotizan en bolsa, a partir de los resultados promedio de ambos grupos en el período 2005–2007.



De acuerdo con la hipótesis de que el buen gobierno trae recompensas, el Cuadro 1 demuestra que los miembros del Círculo de Empresas obtuvieron mejores resultados operativos en términos de rentabilidad, como indica el ROE, que las demás empresas latinoamericanas analizadas. En concreto en los tres ejercicios entre 2005 y 2007, obtuvieron un ROE promedio de 21,7%, frente al 16,7% correspondiente al resto de las empresas latinoamericanas para el mismo período.



Se destacan dos resultados¹⁰⁶:

- › Como ilustra el cuadro del índice de pago, los miembros del Círculo de Empresas pagaron más dividendos, en términos relativos. Distribuyeron aproximadamente un 34% de beneficios por acción, en comparación con el 11% distribuido por el resto de las empresas latinoamericanas. A pesar de que no está claro que el mayor desembolso de dividendos sea necesariamente más conveniente para los inversores —dado que el mayor rendimiento de dividendos puede estar relacionado con acciones preferidas que restringen los derechos de sus titulares—, muchos inversores prefieren el mayor flujo de efectivo de los dividendos. Además, esto puede aumentar el atractivo de las acciones de la empresa para otros inversores.
- › El apalancamiento financiero de los miembros del Círculo de Empresas es superior al del resto de las empresas latinoamericanas, como demuestra su ratio de deuda del 32,8%, frente al 22,5% del grupo comparable. Al igual que los resultados del índice de pago de dividendos, este indicador puede considerarse positivo: históricamente, las empresas latinoamericanas han estado poco apalancadas, especialmente a largo plazo, debido a la falta de acceso a créditos a largo plazo a un costo razonable. Por lo tanto, se podría argumentar que estos ratios más elevados indican que estas empresas tienen más capacidad de acceso a los mercados de deuda a largo plazo o al financiamiento bancario, con un costo razonable. Sin embargo, las empresas con más apalancamiento pueden enfrentar un mayor riesgo de solvencia, especialmente en momentos de gran inestabilidad del mercado crediticio, ya que dependen de la capacidad de seguir emitiendo deuda o de generar constantes flujos de efectivo para reembolsar la deuda.¹⁰⁷

2.2 Segundo enfoque: el análisis de los beneficios económicos revela resultados positivos

Dado que la adopción de mejores prácticas de gobierno corporativo puede mejorar los procesos de toma de decisiones al más alto nivel y reducir el costo del capital, hay una gran probabilidad de que las empresas mejor gobernadas puedan generar más valor para los accionistas, gracias a sus mejores resultados operativos. Conclusión: los inversores a largo plazo quieren saber cuánto valor económico están creando o destruyendo las empresas en las que invierten.

Un parámetro de medición, especialmente diseñado con ocasión del estudio, para medir el beneficio económico de todas las empresas entre 1995 y 2008,¹⁰⁸ identifica el valor económico creado o destruido por los miembros del Círculo y por las empresas latinoamericanas comparables, en un período más largo. El análisis compara la evolución del beneficio económico anual —una versión simplificada del EVA®¹⁰⁹— de los miembros del Círculo de Empresas, con indicadores promedio de las empresas latinoamericanas que cotizaban en bolsa entre 1995 y 2008. Ya que los miembros del Círculo de Empresas mejoraron considerablemente sus prácticas de gobierno corporativo durante ese período, se puede comprobar si, en el mismo lapso temporal,

¹⁰⁶ Para los otros 3 indicadores, el margen del EBITDA y la solvencia a corto plazo (los ratios corriente y de solvencia), existe una pequeña diferencia a favor de las empresas del Círculo —en relación con las demás entidades latinoamericanas analizadas—, pero es insignificante desde el punto de vista estadístico, por lo que se considera que dichos indicadores no permiten extraer conclusiones definitivas sobre el mejor rendimiento del grupo.

¹⁰⁷ Posiblemente, este resultado se deba a que los miembros del Círculo de empresas tienen más posibilidades de acceder a los mercados de bonos y/o a los bancos, más que deberse a mayores dificultades financieras.

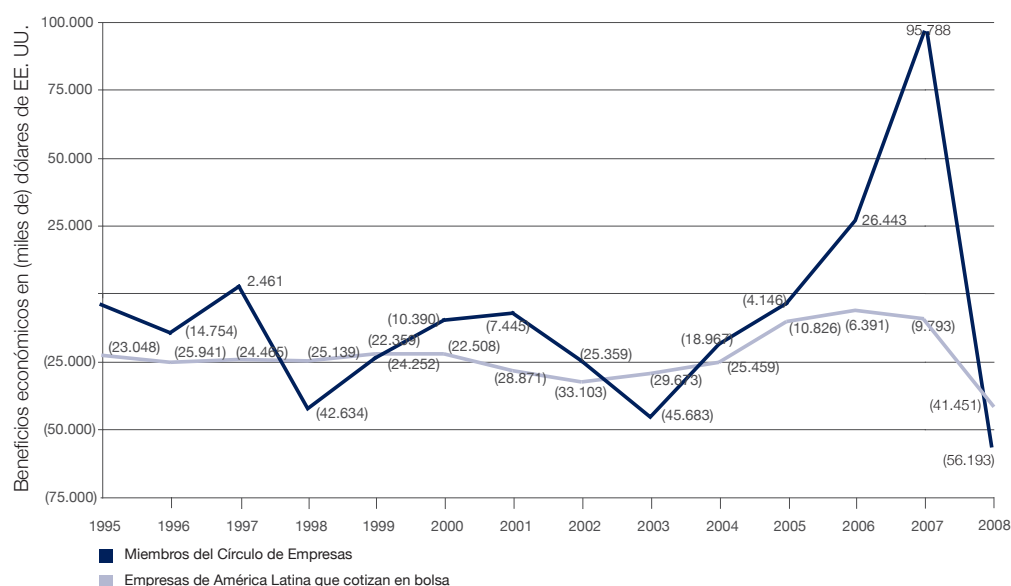
¹⁰⁸ La elección del período responde a dos razones principales: fue el momento en que se implementaron las mejoras de gobierno corporativo de los miembros del Círculo de Empresas y el momento en que la reducción de la inflación permitió un análisis más realista, en especial para la información de Brasil.

¹⁰⁹ Ver Glosario para obtener una definición más completa del EVA® (Valor Económico Agregado).

las mejoras se vieron acompañadas por un aumento en la creación de riqueza.¹¹⁰ Los resultados se presentan a continuación, en el Cuadro 2.

Cuadro 2 — Beneficios económicos, 1995–2008

Evolución del beneficio económico anual (una versión simplificada del EVA®) de los miembros del Círculo de Empresas en comparación con 1.078 empresas latinoamericanas que cotizan en bolsa, utilizando los resultados promedio de ambos grupos correspondientes al período 1995–2008.



El costo del capital puede afectar los resultados. El cuadro 2 muestra que las empresas de la región, incluidos los miembros del Círculo de Empresas, registraron un resultado global negativo respecto de la creación de valor, durante el período de diez años de 1995 a 2004. Probablemente, esto se debió al mayor costo del capital en América Latina. Sin embargo, la reducción del costo del capital de los años posteriores, gracias a la relativa estabilidad financiera de la región, parece haber contribuido a un cambio de escenario. Al observar el período 2006–2007, vemos que los miembros del Círculo de Empresas parecen mejor preparados, con una creación de valor agregado de aproximadamente USD122 millones, en comparación con la destrucción global de valor de alrededor de USD16 millones —en el mismo período— del grupo representativo de todas las empresas latinoamericanas. La crisis financiera global de 2008 parece haber afectado a todas las empresas de la región, con un promedio de valor económico destruido de unos USD41 millones, en el caso de las empresas latinoamericanas analizadas; frente al promedio de destrucción de USD56 millones correspondiente a los miembros del Círculo.

La volatilidad aparentemente superior del beneficio económico del Círculo de Empresas, representada por resultados más extremos, tanto positivos como negativos, puede proceder de dos factores: la exclusión de los valores atípicos (valores extremos) del grupo de todas las empresas latinoamericanas, y el hecho de que los miembros del Círculo constituyen un grupo bastante más reducido.

¹¹⁰ Cabe destacar que el indicador de los beneficios económicos posee una ventaja en relación con los ratios contables tradicionales (utilizados en el primer enfoque), ya que toma en cuenta tanto el costo de oportunidad del capital como los fondos aportados por los inversores a la empresa.



En general, el segundo análisis muestra que los miembros del Círculo de Empresas destruyeron menos valor cuando las condiciones macroeconómicas eran más turbulentas en América Latina, hasta 2004; crearon más valor cuando el entorno económico y comercial de la región se estabilizó, durante el auge de 2005 a 2007; y sufrieron una destrucción del valor económico de igual magnitud al de las empresas latinoamericanas comparables, tras la crisis financiera global de 2008.

3 Efectos del gobierno corporativo en los costos del capital

Esta segunda gama de análisis se centra en el elemento crucial de la competitividad de cualquier empresa: el costo del capital. El acceso a capital con menor costo inmediatamente genera dos beneficios: un aumento del valor de mercado de la empresa —y de la situación financiera de los accionistas— y un aumento del número de proyectos factibles para la empresa, ya que disminuye la tasa de rendimiento requerida por la entidad.

3.1 Comparación de indicadores tradicionales del mercado de valores

Esta sección presenta una comparación entre los miembros del Círculo de Empresas y el resto de las entidades latinoamericanas analizadas, partiendo de los indicadores tradicionales del mercado de valores: el tercer enfoque de análisis utilizado. En este caso, se comparan determinados indicadores de los 14 miembros del Círculo de Empresas con indicadores medios de todas las empresas latinoamericanas que cotizan en bolsa. De manera similar al primer enfoque presentado en la Sección 2, el indicador promedio de cada empresa se calcula para un período de tres años, 2005–2007, para evitar las distorsiones que podrían derivar de utilizar un plazo muy reducido.

La idea es determinar si las entidades con mejores niveles de gobierno corporativo, como las representadas por los miembros del Círculo de Empresas, registran mejores indicadores del mercado de valores que la empresa latinoamericana promedio. Se eligieron seis indicadores pertinentes y de uso común en el mercado:

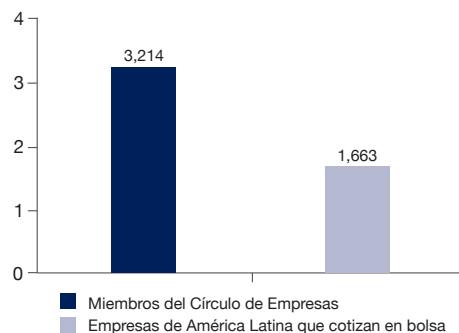
- Un parámetro de medición del valor absoluto:
 - + Capitalización en el mercado (número de acciones en circulación x precio de la acción)
- Dos parámetros de medición del valor relativo:
 - + Ratio precio/ganancia (PE, por sus siglas en inglés) (precio de la acción/ganancias proyectadas para cada acción)
 - + Ratio precio/valor contable (PBV, por sus siglas en inglés) (precio de la acción/valor contable de la acción)
- Dos parámetros de medición de la liquidez de las acciones:
 - + Volumen diario de acciones negociadas
 - + Índice de liquidez (calculado por el mercado de valores correspondiente)
- Un parámetro de medición del rendimiento de las acciones calculado exclusivamente en función de los dividendos recibidos en el año:
 - + Rendimiento de dividendos (dividendo por acción durante el ejercicio/precio de acción al principio del período)

Los resultados se presentan en el cuadro 3.

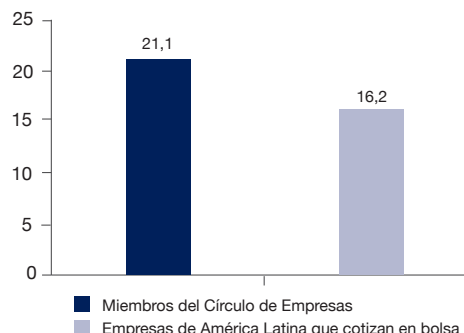
Cuadro 3 – Comparación de los indicadores de mercado seleccionados

Comparación de determinados indicadores de mercado de los miembros del Círculo de Empresas con 1.078 empresas latinoamericanas que cotizan en bolsa, utilizando los resultados promedio de ambos grupos correspondientes al período 2005–2007. Las cifras corresponden al promedio de tres ejercicios de cada grupo.

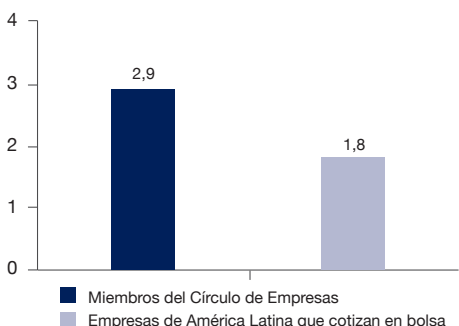
Capitalización en el mercado en miles de millones de USD
(número de acción en circulación x precios de la acción)



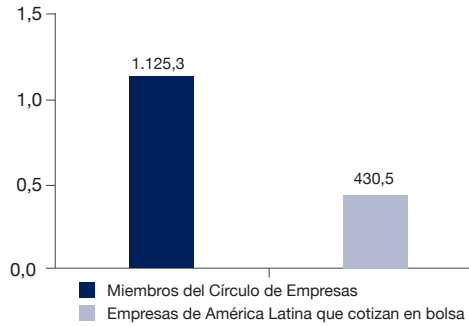
Ratio PE (precio de la acción/ganancias proyectadas para cada acción)



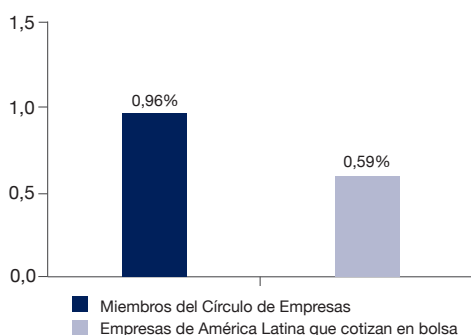
PBV
(precio de la acción/valor contable de la acción)



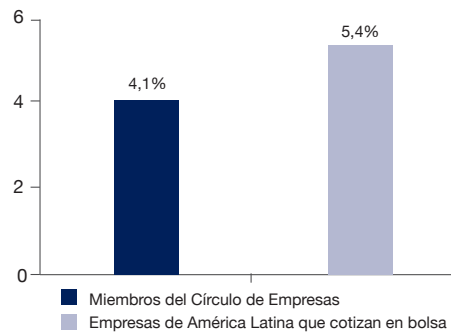
Volumen diario de acciones negociadas
en millones de USD



Índice de liquidez
(calculado por Economática® comparando cada valor con su respectivo mercado de valores)



Rendimiento de dividendos (dividendo por acción durante el ejercicio/precio de acción al principio del período)



Los resultados del cuadro 3 subrayan el valor del buen gobierno corporativo: los miembros del Círculo de Empresas obtuvieron indicadores de mercado sustancialmente superiores a los del grupo de todas las empresas latinoamericanas que cotizan en bolsa, en términos de valor relativo y liquidez de las acciones. Dos resultados se destacan:



En promedio, las acciones de los miembros del Círculo de Empresas se negocian con ratios superiores a los de las empresas latinoamericanas, lo que indica una mejor “percepción del valor” por parte de los inversores. En promedio, sus acciones se negocian con un ratio de ganancias por acción de 21, en comparación con alrededor de 16 para el resto de las empresas latinoamericanas. Además, sus acciones se valoran en aproximadamente 2,9 veces su valor contable, en comparación con 1,8 veces para las empresas latinoamericanas comparables. Los resultados muestran claramente que los inversores valoran las acciones de las empresas del Círculo muy por encima de aquellas de las empresas promedio.

Las acciones de los miembros del Círculo de Empresas también tienen mayor liquidez, otro aspecto fundamental considerado por los inversores. Su ratio de liquidez casi duplica al de las demás empresas latinoamericanas.

Interpretación de los resultados del rendimiento de dividendos. El indicador final sobre los rendimientos de dividendos, requiere de mayor análisis: las acciones de los miembros del Círculo de Empresas registran un rendimiento inferior, debido solamente a los dividendos pagados en el período como porcentaje del precio de las acciones.

Cabe destacar que, dado que el rendimiento total de una acción también depende de su apreciación (aumento del precio) —y teniendo en cuenta que, durante ese período, el precio de las acciones de los miembros del Círculo estaba aumentando a un ritmo superior a la media— el rendimiento global para los inversores podría haber sido aún mayor para las empresas del Círculo. Además, algunas empresas ofrecen mayores rendimientos de dividendo por las acciones sin derecho a voto, para compensar el hecho de que dichas acciones otorguen menos derechos a los accionistas. Por lo tanto, en algunos casos, los dividendos más altos pueden tener una correlación inversa con algunos aspectos de la calidad del gobierno corporativo.

3.2 Analizando la repercusión de los anuncios referidos a mejoras en el gobierno corporativo

Cuando las empresas anuncian que han mejorado o se disponen a mejorar sus niveles de gobierno corporativo (cotización cruzada en mercados de valores con requisitos más estrictos, contratación de directores independientes y gerentes profesionales externos a la familia, implementación de medidas de mejora a gran escala del gobierno corporativo, etc.), es lógico esperar que sus negocios funcionen mejor a largo plazo. El resultado: una reacción inmediata y positiva del precio de las acciones tras el anuncio de la buena noticia.

Este cuarto enfoque de análisis sobre las repercusiones del buen gobierno, examina el efecto que tienen los anuncios inesperados de mejoras en el gobierno corporativo sobre el precio de las acciones. Es el estudio de un evento que se basa en los anuncios relevantes de mejoras en el gobierno corporativo de los miembros del Círculo de Empresas.

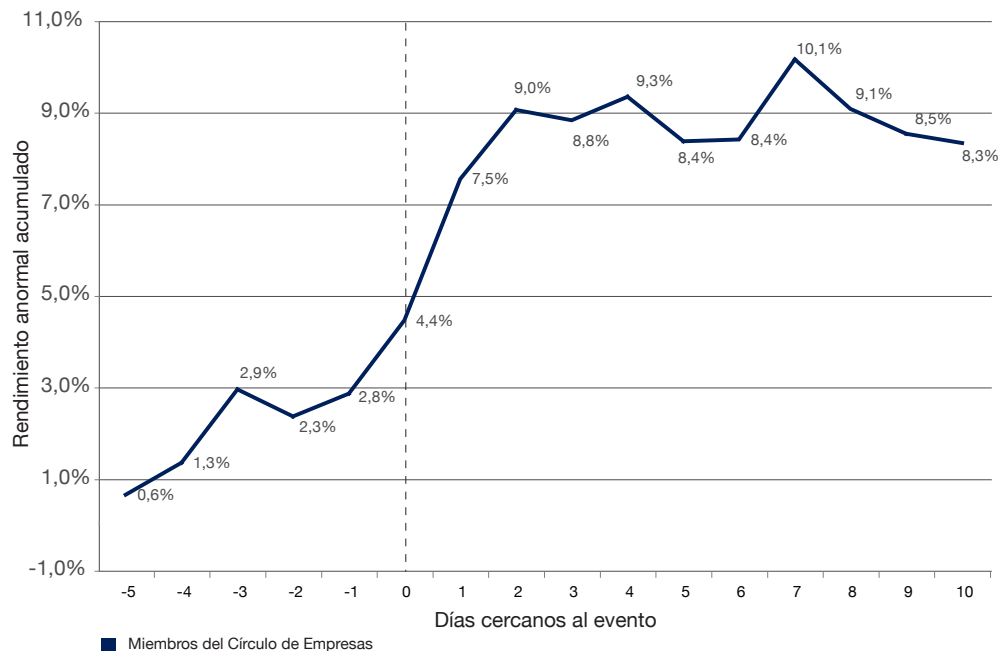
En este caso, la idea es determinar si las empresas obtuvieron rendimientos positivos considerables durante el período posterior al anuncio de mejoras de gobierno corporativo, denominado el “margen del evento”¹¹¹ (*event window*). Probablemente, esta es la medida más clara de la confianza en el efecto real del gobierno corporativo sobre el valor de una empresa.

Para este análisis, se recopiló y se analizó el efecto de 12 anuncios diferentes de cambios (considerados como anuncios de mejoras sustanciales en el gobierno corporativo). El cuadro 4 muestra el resultado global. Para mayor información sobre cada uno de los anuncios, incluyendo su formulación, las fechas y las empresas a quienes corresponden, ver el Anexo 5.

¹¹¹ Se aplicó la metodología para el estudio de eventos desarrollada por Campbell et al (1997), un método ampliamente reconocido y aceptado en el ámbito académico.

Cuadro 4 — Promedio del rendimiento anormal acumulado

Estudio de un evento: repercusión sobre el precio de las acciones de 12 anuncios inesperados de mejoras en las prácticas de gobierno corporativo, realizados por los miembros del Círculo de Empresas.



Reacción positiva del mercado. Al analizar el Cuadro 4, observamos que la reacción del mercado al anuncio de mejoras en el gobierno corporativo es sumamente positiva: en promedio, tras los anuncios en los medios de comunicación, los miembros del Círculo de Empresas experimentan un rendimiento anormal¹¹² de alrededor del 8%. Esto demuestra claramente que el mercado acoge y valora positivamente las mejoras en las prácticas de gobierno corporativo, disponiéndose inmediatamente a pagar un precio mayor por las acciones.



Para tener en cuenta

Al comunicar al mercado las mejoras en su estructura y sus procesos de gobierno corporativo, los miembros del Círculo de Empresas incrementaron su valor de mercado un 8%, aproximadamente.

3.3 La clave: analizar el rendimiento total de las acciones

Este último enfoque analiza el aspecto fundamental para los inversores del mercado de valores: los rendimientos totales de las acciones. En concreto, examina si los miembros del Círculo de Empresas obtienen un mejor rendimiento de sus acciones a largo plazo, en relación con dos

¹¹² El término “anormal” se refiere a la apreciación de la acción correspondiente al período descontado por el rendimiento de mercado y el rendimiento proyectado de las acciones durante esos días.



puntos de referencia: todas las empresas latinoamericanas que cotizan en bolsa y el grupo de empresas latinoamericanas que han emitido certificados estadounidenses de depósitos en custodia (ADR, por sus siglas en inglés) en el mercado de EE. UU.

Para el inversor, es importante determinar si las inversiones de una cartera de empresas con mejores prácticas de gobierno, habrían producido mejores resultados a largo plazo que las de otras carteras. La hipótesis es que es mejor invertir en empresas con mejores prácticas de gobierno corporativo, que otorgan mejores rendimientos anuales por las acciones. Para comprobar esta hipótesis, se crearon dos cuadros que comparan la evolución de los rendimientos anuales compuestos de una cartera hipotética del Círculo de Empresas —ponderados equitativa entre los miembros—, en comparación con los dos puntos de referencia mencionados anteriormente. Los resultados se muestran en los Cuadros 5a y 5b.

Resultados sorprendentes. Los resultados expuestos en los Cuadros 5a y 5b son sorprendentes: si el 31 de diciembre de 1997, una persona hubiese invertido USD1 en una cartera con acciones de todos los miembros del Círculo de Empresas, 11 años después, habría obtenido rendimientos excepcionalmente más altos que si hubiese invertido la misma suma en cualquier otra cartera —incluso tras la crisis financiera global de 2008.

En concreto, una inversión de USD1 en la hipotética “Cartera del Círculo de Empresas” se habría convertido en USD15,45 a fines de 2008 (un rendimiento acumulado del 1.445%). Compare este rendimiento con los USD3,41 obtenidos con una cartera de todas las empresas latinoamericanas y los USD2,32 obtenidos con la cartera compuesta por las empresas que emiten ADR.¹¹³



Para tener en cuenta

En general, si un inversor hubiese comprado acciones de los miembros del Círculo de Empresas el 31 de diciembre de 1997; el 31 de diciembre de 2008, contaría con:

- Una inversión cinco veces superior a otra similar en todas las empresas latinoamericanas
- Una inversión seis veces superior a otra similar en empresas latinoamericanas con ADR en los mercados estadounidenses

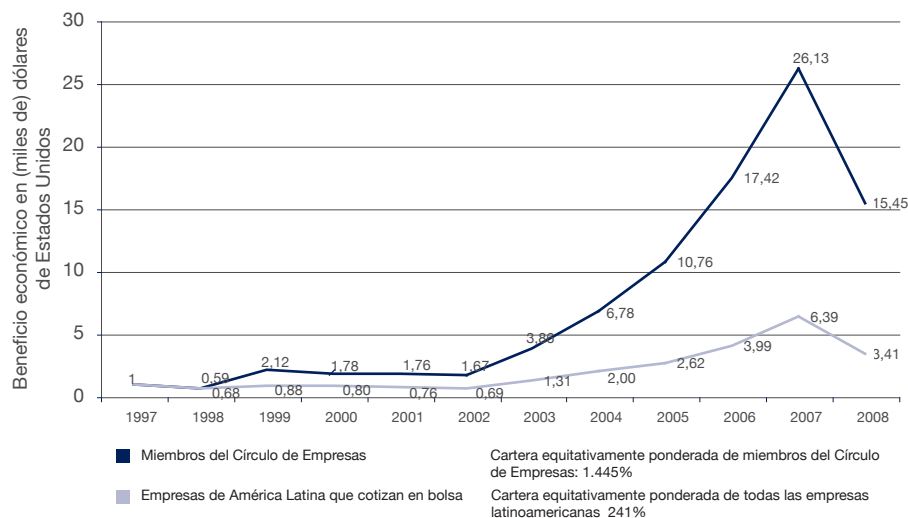
¹¹³ Dado que hubo ciertos años en que las acciones de los miembros del Círculo de Empresas presentaron rendimientos extremos (tanto bajos como altos), se realizaron dos análisis adicionales: uno que excluía las acciones de los miembros del Círculo con los rendimientos más altos y más bajos en cada ejercicio, y otro que excluía a los miembros del Círculo con los rendimientos compuestos más altos y más bajos durante todo el período. En ambos casos, la cartera compuesta por las acciones del Círculo de Empresas generó rendimientos marcadamente superiores. Finalmente, se realizó un análisis del período 2002 y 2008, excluyendo los ejercicios entre 1998–2001, lapso en el que tanto las acciones de los miembros del Círculo como las del resto de las empresas latinoamericanas, registraron varios rendimientos extremos. Una vez más, los resultados fueron casi los mismos.

El crecimiento más lento del valor de las acciones de los emisores de ADR —un grupo de empresas que debe cumplir requerimientos de divulgación de información y gobierno corporativo más estrictos que el promedio de las empresas latinoamericanas que cotizan en bolsa—, puede proceder de que en América Latina, quienes emiten ADR están entre las empresas más grandes y más antiguas de la región. En muchos casos, debieron adoptar prácticas más estrictas antes de la cotización cruzada de sus acciones, por lo que podrían haber obtenido ganancias relacionadas con las mejoras en una fase anterior, con menos posibilidades de ganancias adicionales durante el período analizado.

Por el contrario, los miembros del Círculo de Empresas mejoraron sus niveles de gobierno corporativo durante el período analizado, lo que incluye muchas mejoras que van más allá de los requerimientos para los emisores de ADR en la materia. Ésta puede ser una de las razones del mejor rendimiento de sus acciones, respecto de las de los emisores de ADR. Otra posibilidad es que las empresas que emitieron ADR poseían rendimientos proyectados ex-ante más bajos, ya que se consideraban empresas de menor riesgo. En este caso, un rendimiento absoluto total más bajo no implica necesariamente un rendimiento menor ajustado en función del riesgo. Esta posibilidad se analiza más adelante en este capítulo.

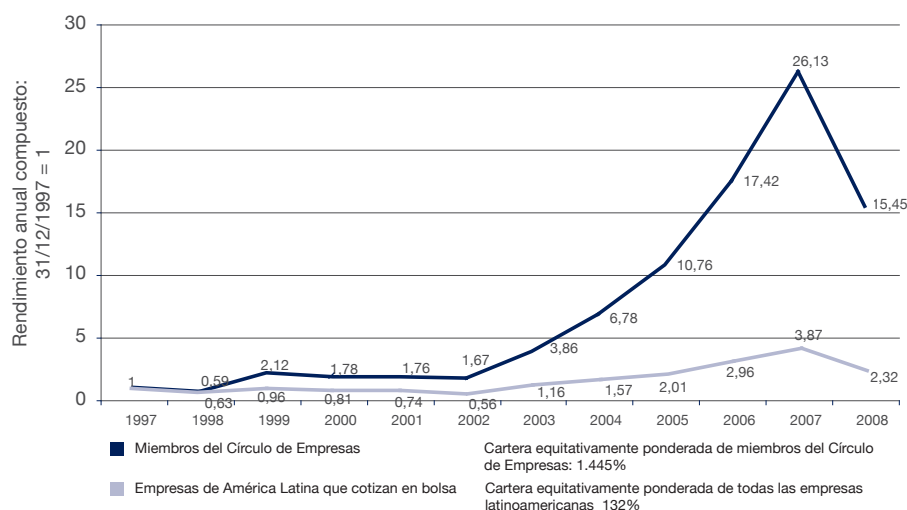
Cuadro 5a — Rendimientos anuales compuestos, 1998–2008

Rendimientos anuales compuestos de los miembros del Círculo de Empresas en comparación con una cartera ponderada equitativamente de 1.073 empresas latinoamericanas que cotizan en bolsa. La comparación abarca el período 1998–2008.



Cuadro 5b — Rendimientos anuales compuestos: 1998–2008 Miembros del Círculo de Empresas vs. empresas latinoamericanas que emiten ADR

Rendimientos anuales compuestos de los miembros del Círculo de Empresas en comparación con una cartera ponderada equitativamente de 113 empresas latinoamericanas emisoras de ADR. La comparación abarca el período 1998–2008.



3.4 ¿Qué tan sólidos son los resultados?

Como se señaló en la primera sección de este capítulo, hay quienes podrían cuestionar la solidez y la aplicabilidad de los resultados: ¿Los miembros del Círculo de Empresas, son suficientemente representativos de las empresas latinoamericanas? ¿Son comparables al amplio grupo de todas las entidades latinoamericanas que cotizan en bolsa?

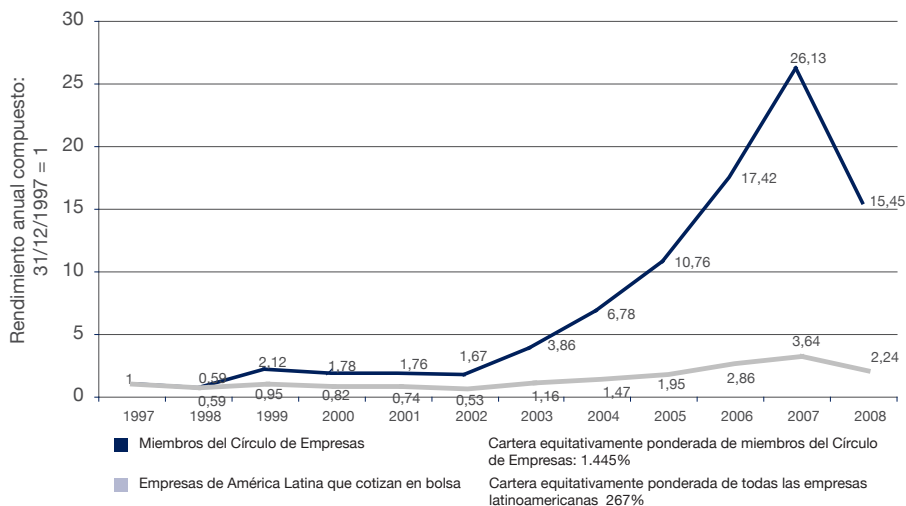
Por ejemplo, teniendo en cuenta que ocho de los 14 miembros del Círculo tienen su sede en Brasil, hay otros factores, como las tendencias económicas y los riesgos particulares del sector y del país, que pueden influir en los rendimientos y los resultados operativos. Con el fin de tener en cuenta dichos factores, se realizó un análisis adicional de la solidez de los resultados. La revisión consideró dos posibles puntos de parcialidad:

- La ponderación de los países en las diferentes carteras
- La falta de consideración de los diversos riesgos asociados con las carteras

Cómo tener en cuenta la ponderación por país. En el análisis de solidez, para todos los ejercicios, un país representado en la cartera del Círculo de Empresas, recibió el mismo peso en la cartera de todas las empresas latinoamericanas. Por ejemplo, en 2005, las empresas brasileñas representaron el 64,3% del total de miembros del Círculo con información disponible. Para el análisis de los datos de 2005, se asignó el mismo peso del 64,3% a las empresas brasileñas en ambas carteras comparativas. El Cuadro 5c presenta los resultados obtenidos tras estos ajustes.

Gráfico 5c. Rendimientos anuales compuestos: Período 1998–2008. Análisis ponderado por país de los miembros del Círculo de Empresas vs. todas las empresas latinoamericanas

Rendimientos anuales compuestos de las acciones de los miembros del Círculo de Empresas en comparación con una cartera ponderada por país de 1.073 empresas latinoamericanas que cotizan en bolsa.



Partiendo de los datos del Cuadro 5c, está claro que los resultados superiores de la cartera compuesta por las acciones de los miembros del Círculo de Empresas, aún se mantienen tras la aplicación de la ponderación equitativa por país a la cartera de todas las empresas latinoamericanas. Los resultados de la comparación con las empresas emisoras de ADR son similares. Esto nos lleva a concluir que los resultados superiores de la cartera del Círculo de Empresas no se deben a variaciones en la ponderación por país.

Ajustes en función del riesgo. Otro factor de sesgo se relaciona con la posibilidad de que cada cartera se asocie a distintos tipos de riesgo. Para los inversores, es crucial evaluar el rendimiento de la inversión en función de los riesgos asumidos. Para ello, la bibliografía financiera ha desarrollado las denominadas medidas de “ajuste en función del riesgo” para el rendimiento de las acciones, que consisten en parámetros de medición de desempeño que permiten comparar valores volátiles con valores más estables y de menor riesgo. Hay tres parámetros de este tipo que son ampliamente utilizados por los profesionales del mercado.¹¹⁴

Los resultados de este análisis indican que, en el período 1998-2008, la cartera de los miembros del Círculo de Empresas registró una media general superior de rendimiento ajustado en función del riesgo, que la cartera de empresas latinoamericanas comparables. Desde un punto de vista cualitativo, los resultados de la comparación con la cartera de emisores de ADR fueron los mismos. Una vez más, se refuerza la idea de que la cartera de los miembros del Círculo de Empresas ha obtenido mejores resultados en el período de 11 años analizado que las carteras comparables.

El análisis del ratio alfa de Jensen, una medida del rendimiento “adicional” que habría obtenido un inversor al invertir en un activo o una cartera determinados, arroja una perspectiva interesante. El valor medio de 17,1% para la cartera del Círculo, indica que, tras descontar el

¹¹⁴ Los 3 ratios utilizados son el Ratio de Sharpe, el Ratio de Treynor Ratio y el Ratio Alfa de Jensen.



rendimiento “justo” que se prevé debería obtener un inversor en función del riesgo asumido al invertir en esa cartera, se ha generado un rendimiento anual “adicional” de aproximadamente 17%. En contraste, el promedio del rendimiento “adicional” generado por la cartera de todas las empresas latinoamericanas, se acerca a cero — i.e. es similar al previsto o justo.

4 Los beneficios del buen gobierno durante la reciente crisis financiera

Las prácticas de buen gobierno sirven para diferenciar el desempeño de las empresas tanto durante las recesiones económicas como en los períodos de auge. Para evaluar esta premisa, esta sección analiza el desempeño de los miembros del Círculo de Empresas en comparación con empresas latinoamericanas similares durante el surgimiento de la actual crisis financiera en 2008.

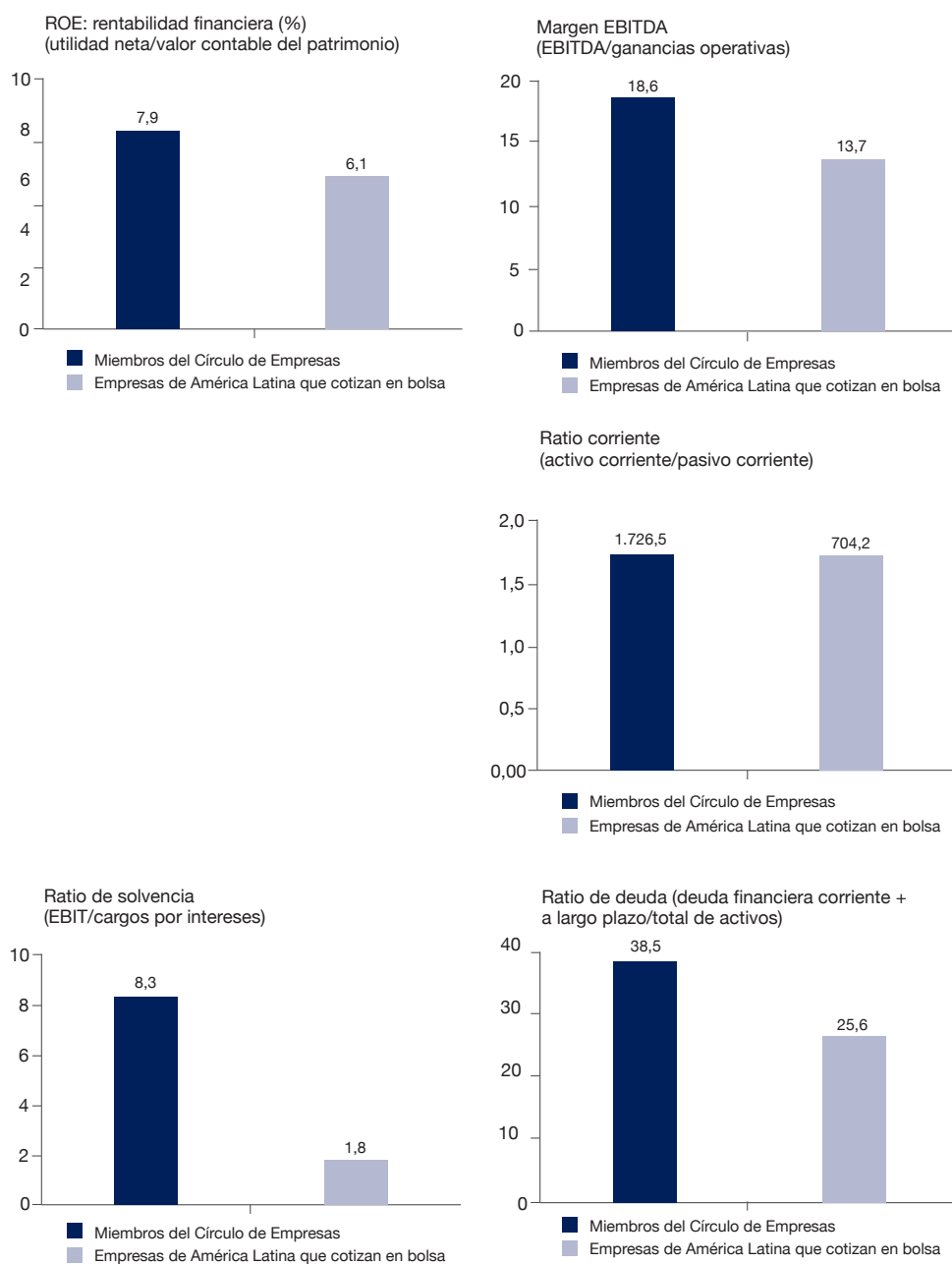
4.1 Comparación de indicadores operativos y de mercado

Para comprobar las ventajas del buen gobierno durante la recesión, hay que empezar por comparar los resultados operativos de los miembros del Círculo con los de empresas latinoamericanas similares al final de 2008. Al igual que en las comparaciones realizadas con el primer y tercer enfoque (Cuadros 1 y 3), se trata de determinar si los resultados de los ejercicios 2005–2007 se mantienen en un período más turbulento.

En los Cuadros 6a y 6b se analizan seis indicadores operativos y de mercado, que revelan un mejor desempeño y una mayor inmunidad a la crisis. El Cuadro 6a muestra los resultados de cinco indicadores operativos seleccionados.¹¹⁵

¹¹⁵ No fue posible calcular el índice de pago para el ejercicio 2008, ya que las empresas no pagaron dividendos por acción hasta fines de abril de 2009.

Cuadro 6a — Comparación del desempeño operativo de la cartera del Círculo de Empresas con la de las empresas latinoamericanas, 2008

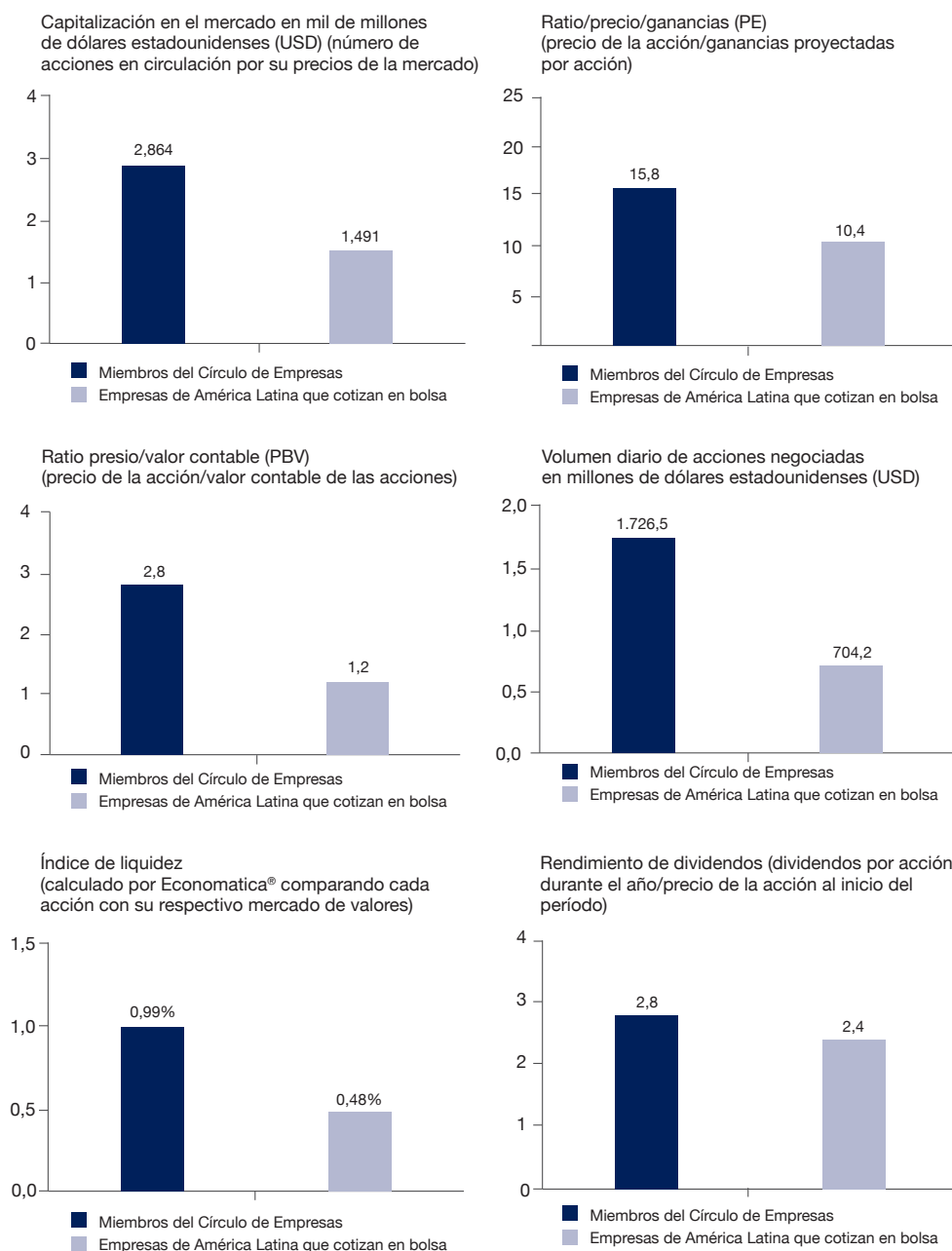


Beneficios tangibles



Cuadro 6b — Comparación del desempeño operativo de la cartera del Círculo de Empresas con la de las empresas latinoamericanas, 2008

Comparación realizada a partir de indicadores de mercado seleccionados entre el Círculo de Empresas y 1.073 empresas latinoamericanas que cotizan en bolsa, utilizando los resultados medios de ambos grupos a fines del 2008.



La información del Cuadro 6a destaca el hecho de que, a pesar del surgimiento de la crisis financiera global en la segunda mitad de 2008, en general, los indicadores que favorecían a los miembros del Círculo en el Cuadro 1 se mantuvieron como en el periodo 2005–2007. Una vez más, los miembros del Círculo registraron una mayor rentabilidad financiera que las empresas latinoamericanas comparables (7,9% en comparación con el 6,1%). También presentaron un mayor rendimiento del EBITDA (18,6% frente al 13,7%) y un mejor ratio de solvencia (8,3 frente a 1,8) — un hecho especialmente significativo, teniendo en cuenta la crisis del 2008. De manera similar a los resultados del Cuadro 1, ambos grupos obtuvieron un ratio corriente similar, mientras que los miembros del Círculo presentan un mayor ratio de deuda.

El Cuadro 6b refuerza la idea de que la crisis financiera global no alteró sustancialmente el panorama general: los indicadores siguen favoreciendo a los miembros del Círculo. Además, en comparación con los resultados del Cuadro 3 para los ejercicios 2005–2007, el grupo del Círculo amplió su ventaja respecto de los ratios de precio/ganancias y precio de la acción/valor contable. Los resultados demuestran que los inversores consideran que, en momentos de crisis, las empresas del Círculo ofrecen un mejor valor que el amplio grupo comparativo. La comparación del rendimiento de dividendos también resulta interesante: los miembros del Círculo de Empresas registraron una reducción significativamente menor del rendimiento de dividendos que el grupo más amplio.

4.2 Analizando la reacción de los miembros del Círculo en el mercado de valores en 2008

Varios investigadores han analizado la relación entre el buen desempeño continuado de las acciones, durante una recesión, y las prácticas de buen gobierno corporativo. La gran mayoría ha confirmado la existencia de esta conexión: las buenas prácticas de gobierno corporativo son un factor determinante para el mejor comportamiento de los valores durante una crisis financiera.¹¹⁶

La investigación también compara el desempeño de los miembros del Círculo con el de todas las empresas latinoamericanas, tras una crisis económica externa. El análisis examina el desempeño de los valores de los miembros del Círculo utilizando dos puntos de referencia:

- › La cartera de todas las empresas latinoamericanas que cotizan en bolsa
- › La cartera ponderada por país de todas las empresas latinoamericanas

La composición de estas carteras es similar a las desarrolladas para el Cuadro 5c.¹¹⁷ En el Cuadro 6c se muestran los resultados de las tres carteras durante cuatro períodos diferentes: el tercer trimestre de 2008, el cuarto trimestre de 2008, la segunda mitad de 2008 y el ejercicio 2008 completo.

¹¹⁶ BAEK, J-S; KANG, J-K; PARK, K. S. (2004), Corporate Governance and Firm Value: Evidence from the Korean Financial Crisis. *Journal of Financial Economics*, 71, pp. 265–313.

CLAESSENS, S.; DJANKOV, S.; KLAPPER, L. F. (1999, revised 2004), Resolution of Corporate Distress: Evidence from East Asia's Financial Crisis (June 1999). World Bank Policy Research Working paper No. 2133. Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=168530>.

MITTON, T. (2002), A cross-firm analysis of the impact of corporate governance on the East Asian financial crisis. *Journal of Financial Economics*, pp. 64, 2, 215–241.

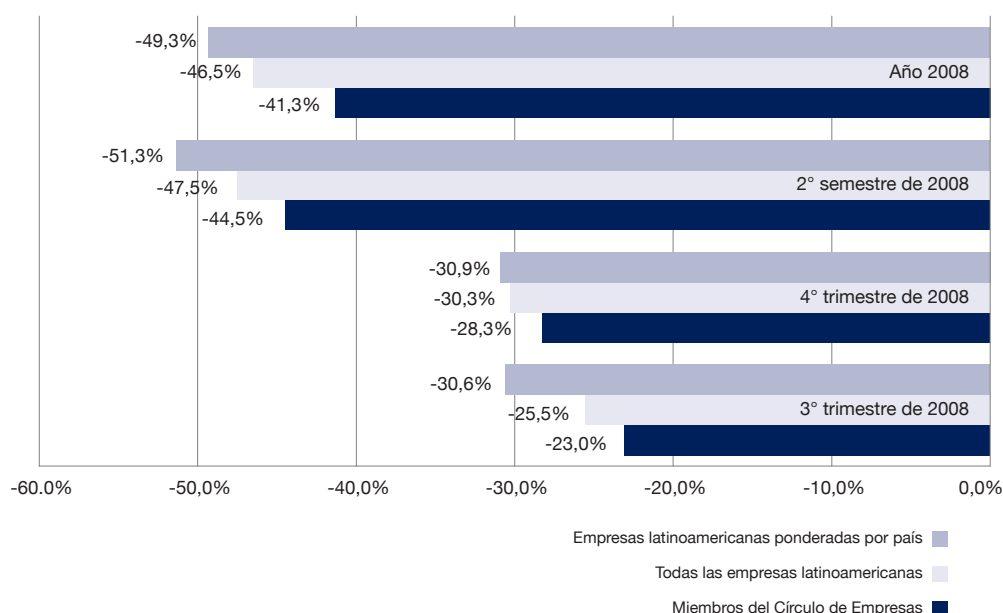
¹¹⁷ El análisis de la cartera ponderada equitativamente por país es especialmente importante, ya que hubo fluctuaciones en lo relativo al tipo de cambio entre las empresas latinoamericanas. Dado que todos los resultados se presentan en dólares estadounidenses, las acciones de algunas empresas de la región deben haber sufrido menos en lo que hace a su valor en dólares. Por ejemplo, el peso chileno sufrió menos que el real brasileño, lo que tiende a favorecer a las empresas chilenas al evaluar sus rendimientos en dólares estadounidenses. Como el Círculo aún no cuenta con miembros chilenos, este país no ha sido incluido en la ponderación por país, para evitar el potencial de sesgo derivado de las distintas reacciones cambiarias a la crisis financiera de 2008.



El Cuadro 6c muestra que la cartera de los miembros del Círculo sufrió un poco menos que las carteras compuestas por el amplio grupo formado por todas las empresas latinoamericanas. Por ejemplo, el valor en dólares estadounidenses de la cartera del Círculo se redujo un 41,3% en 2008, en comparación con el 49,3% de la cartera ponderada por país de todas las empresas latinoamericanas.¹¹⁸

Cuadro 6c — Reacción del precio de las acciones al surgimiento de la crisis financiera global de 2008

Reacción del mercado de valores a la crisis financiera global de 2008: comparación del rendimiento de las acciones de los miembros del Círculo con el de las carteras ponderadas equitativamente y por país de 1.073 empresas latinoamericanas.



Para ofrecer una comparación más precisa, se realizó un segundo análisis que redefinía el grupo comparativo y el período.

- Se creó un grupo de control de referencia integrado por 13 empresas,¹¹⁹ relativamente similares a las del Círculo de Empresas. Se eligió una empresa del mismo país y sector para cada miembro del Círculo. Las empresas se seleccionaron en función de sus similitudes con los miembros del Círculo respecto de su capitalización de mercado y su rentabilidad operativa.¹²⁰ Ver Anexo 5 para una lista de las entidades incluidas en este grupo de control.
- El lapso temporal denominado “período crítico” se reajustó para cubrir del 1 de septiembre de 2008 —justo antes del colapso de Lehman Brothers y las empresas hipotecarias Fannie Mae y Freddie Mac en Estados Unidos— al 1 de diciembre de 2008 — cuando la Oficina Nacional de Investigación Económica anunció oficialmente que Estados Unidos había entrado en una recesión.

¹¹⁸ Sin embargo, ya que todas las carteras presentan una desviación marcada de los rendimientos en relación con los valores estándar, estos resultados no eran significativos, desde el punto de vista estadístico. Por lo tanto, este análisis, por sí solo, no permite extraer una conclusión definitiva.

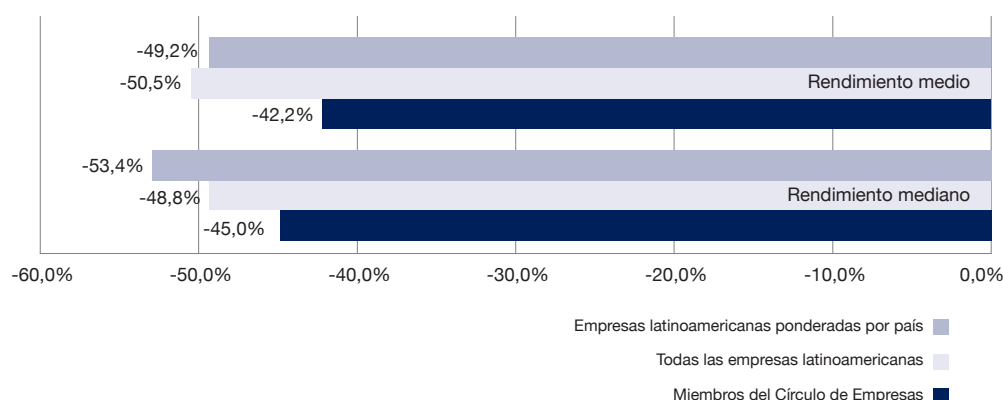
¹¹⁹ Esta cartera de las empresas del Círculo no incluye a Atlas (ver Nota al Pie número 1) ni a Suzano Petroquímica — desde su adquisición en agosto de 2007 por Petrobras (la empresa petrolera nacional de Brasil).

¹²⁰ Debido a restricciones derivadas del número de empresas que cotizan en bolsa en algunos países, no siempre fue posible encontrar una empresa comparable que cotizara en bolsa y que operara en el mismo sector para cada miembro del Círculo. En estos casos, se seleccionaron empresas de tamaños, sectores y entornos similares.

La lógica del análisis es que la comparación entre grupos más afines y en un período de tiempo mejor definido, puede ayudar a distinguir más claramente las reacciones a estos acontecimientos externos. El Cuadro 6d ofrece los resultados medios y medianos de ambos grupos durante este período crítico. Para facilitar la comparación, también se incluyen los rendimientos medios y medianos de los índices oficiales de los mercados de valores de los países en que cotizan las empresas.¹²¹

Cuadro 6d — Reacción del precio de las acciones al surgimiento de la actual crisis financiera global. Análisis del período crítico: del 1 de septiembre de 2008 al 1 de diciembre de 2008

Reacción del mercado de valores a la crisis financiera global en 2008: comparación del rendimiento de las acciones con un grupo de control seleccionado y con el promedio de los índices oficiales del mercado de valores del 1 de septiembre al 1 de diciembre de 2008.



El Cuadro 6d muestra que la cartera de los miembros del Círculo estuvo apenas por debajo del rendimiento del grupo de control y los rendimientos promedio de los índices oficiales del mercado de valores. Por ejemplo, el rendimiento mediano de la cartera de los miembros del Círculo fue del -42,2% durante el período analizado, frente a una caída mediana del -50,5% para la cartera del grupo de control.¹²²

4.3 Características corporativas que favorecen el desempeño de las acciones durante una crisis económica

El tercer análisis aplica la metodología más compleja, empleada en anteriores trabajos académicos, particularmente en el estudio de Baek, Kang y Park (2004) sobre la crisis financiera de los noventa en el Este Asiático. Utiliza una regresión estadística múltiple para evaluar las características corporativas que pueden estar relacionadas con el desempeño relativamente superior de las acciones durante una crisis económica,¹²³ como el tamaño de la empresa, la rentabilidad y el ratio de deuda. En este análisis se incluyeron dos variables relacionadas con el gobierno corporativo:

¹²¹ Los índices utilizados son: IBOVESPA para Brasil, IGVL para Perú, IGBC para Colombia e IPyC para México. Los resultados fueron ponderados en función del número de empresas de cada país que integra la cartera de los miembros del Círculo.

¹²² Dado que los rendimientos de todas las carteras se desvían significativamente de los valores estándar, estos resultados no son significativos desde un punto de vista estadístico. Por lo tanto, este análisis por sí solo no permite extraer conclusiones definitivas.

¹²³ Los autores argumentan que la ventaja de enfocarse en el período de la crisis, es que permite hacer un análisis no ambiguo del efecto del gobierno corporativo sobre el valor de una empresa. Aplicar un conjunto determinado de parámetros de medición de gobierno corporativo, inmediatamente antes de una crisis externa para explicar los cambios en el valor de una empresa, puede evitar el establecer relaciones de causalidad falaces derivadas del problema de endogeneidad.



- › Pertenencia al grupo del Círculo de Empresas
- › La emisión de ADR de Nivel II o III¹²⁴

¿Por qué analizar estas variables?

Si los resultados son positivos y estadísticamente significativos, existe una prueba clara de que integrar el Círculo y/o la cotización cruzada en un mercado más estricto, son factores que mitigan el deterioro del mercado de valores durante períodos de gran inestabilidad financiera — tras descartar determinadas características corporativas.

Este análisis ofrece resultados claros y bastante interesantes.¹²⁵ En todas las variantes del modelo y los períodos empleados —tras descartar otros posibles factores explicativos—, formar parte del grupo del Círculo de Empresas se asocia con un mejor desempeño de las acciones. Los resultados son estadísticamente significativos, lo que refuerza aún más esta relación. Los resultados se mantienen al introducir la variable de los ADR, que también posee una influencia positiva sobre la reacción del precio de las acciones.

Durante el reciente período de fuertes tensiones en el mercado, el valor de las acciones de los miembros del Círculo de Empresas, disminuyó menos que el de otras empresas de la región.

5 Los miembros del Círculo de Empresas reconocen los beneficios

Mientras que las cifras y los resultados son el respaldo fundamental de los beneficios del buen gobierno, los miembros del Círculo de Empresas señalan que sus esfuerzos han producido una combinación de ganancias reales que se reflejan en las cifras y otras menos concretas y más difíciles de cuantificar. Algunos de estos beneficios se presentan en el Capítulo 1. En esta sección, los miembros aportan más información sobre las ventajas.

- › Un proceso de institucionalización, que permita que la conducción de la empresa no dependa tanto de personas específicas
- › Mayor confianza de la comunidad de inversores
- › Mejor acceso a condiciones de crédito más convenientes, lo que incluye el financiamiento a largo plazo de los bancos de desarrollo
- › Mayor reconocimiento de las partes interesadas, incluyendo instituciones nacionales e internacionales
- › Mayor confianza a la hora de emprender fusiones y adquisiciones, debido al mayor nivel de transparencia
- › Mejora sustancial de los procesos comerciales, incluyendo controles internos y la supervisión del proceso de toma de decisiones

Los miembros del Círculo señalan que, al emprender la mejora de su gobierno corporativo, obtuvieron importantes resultados cualitativos.

Homex

Para **Homex**, las primeras etapas de vida de la empresa incluyeron las mismas dificultades a las que se enfrentan la mayoría de las empresas familiares al empezar a operar. Hoy, el líder de esta

¹²⁴ Las empresas que emiten ADR de Nivel I y II, están sujetas a los requerimientos de la ley Sarbanes-Oxley — es decir, a normas más estrictas de divulgación y control interno.

¹²⁵ El Anexo 5 contiene los resultados completos, incluyendo los detalles metodológicos relacionados con la información y la construcción de variables.

empresa —que se ha convertido en la constructora de viviendas más grande y diversificada de México, con operaciones en 33 ciudades de 21 estados—, señala las ventajas específicas de la adopción de mejores prácticas de gobierno corporativo. Así lo explica Eustaquio de Nicolás, Presidente del Consejo de Administración (Directorio) de Homex:

“Comenzamos nuestro proceso de institucionalización hace diez años. Nuestra iniciativa y las buenas prácticas de gobierno corporativo nos han aportado numerosos beneficios a nivel interno, en Homex, y en relación con nuestras operaciones. También nos han ayudado a ganarnos la confianza de la comunidad de inversionistas (inversores), junto con la de nuestros accionistas y proveedores, y el reconocimiento de varias instituciones nacionales e internacionales.”¹²⁶



—Eustaquio de Nicolás, Homex, Presidente del Consejo de Administración¹²⁷

Suzano

En el caso del **Grupo Suzano**, las mejoras del gobierno corporativo han pasado al nivel estratégico, y los esfuerzos se han visto recompensados, con una notable apreciación de las acciones.

“... Desde 2003, la historia del Grupo Suzano es notable en términos de creación de valor. Obviamente, es imposible relacionarla exclusivamente con el gobierno corporativo, pero no puede poner en duda haber sido un elemento fundamental de la estrategia.

A fines de 2007, las acciones de Suzano Papel e Celulose se cotizaban a R\$ 29,00, en comparación con los aproximadamente R\$ 4,24 de principios de 2003, con una apreciación superior al 580% y una liquidez más de 100 veces superior en las transacciones diarias. Financió un plan de expansión a largo plazo que duplicó su capacidad de producción de pulpa y la ha posicionado como un competidor de escala mundial en la industria.



¹²⁶ DIRECTORSHIP (10 de octubre de 2007), <http://www.directorship.com/homex-joins-governance-group>.

¹²⁷ Ver nota a la versión en español al comienzo del libro.

Suzano Petroquímica siguió un camino similar y pasó de una posición de cartera irrelevante a una posición de liderazgo en su segmento comercial, gracias a una serie de adquisiciones, desinversión de activos y un plan coherente en el mercado de capitales. Como consecuencia directa de sus reconocidos niveles de gobierno corporativo, posición en el mercado e importancia de sus activos, la empresa se vendió a Petrobras a finales de 2007 por un valor patrimonial de R\$ 2.700 millones. Esto significa una apreciación de las acciones del 600%, si se compara con el valor de las acciones (R\$ 1,53) de principios de 2002. Los accionistas minoritarios fueron salvaguardados con derechos de acompañamiento (tag-along).

La ejecución de la venta se simplificó y aceleró significativamente debido a la transparencia y las prácticas reconocidas de la empresa. La tarea de escrutinio de la diligencia debida (due diligence) sólo se realizó después del anuncio. Estos asuntos tienen un valor oculto que sólo se puede percibir correctamente como parte del éxito general de la transacción.”

—**João Pinheiro Nogueira Batista**, Suzano Petroquímica,
ex Director Ejecutivo



Reseña Final. La experiencia de los miembros del Círculo les ha enseñado que las empresas que logran enfrentarse mejor a desafíos comerciales complejos son las que han adoptado una actitud de aprendizaje continuo, las que buscan la creación de valor para los accionistas y tienen en cuenta la visión de todas las partes interesadas.

Los miembros del Círculo de Empresas lo invitan a embarcarse en la travesía del gobierno corporativo. Esperan que este libro se convierta en una hoja de ruta que marque el camino a medida que su empresa se aproxime a la implementación de mejores prácticas de gobierno corporativo.

Índice

Índice de Términos

ANEXOS



Anexo 1: Matriz de Progresión de Gobierno Corporativo de la IFC

Atributos	NIVEL 1 Prácticas aceptables de GC	NIVEL 2 Pasos para asegurar un buen GC	NIVEL 3 Contribuciones principales para mejorar el GC a nivel nacional	NIVEL 4 Liderazgo
A. Compromiso con el gobierno corporativo	➤ Cuenta con las formalidades básicas del gobierno corporativo. ➤ La empresa tiene una serie articulada de políticas escritas o un código de gobierno que aborda, como mínimo, los derechos y el trato a los accionistas; el papel del directorio, la transparencia y la revelación de datos. ➤ La empresa tiene un código de ética escrito, aprobado por el directorio.	➤ La empresa tiene un oficial designado responsable de garantizar el cumplimiento de las políticas y el código de gobierno corporativo, y un oficial encargado de velar por el cumplimiento de su código de ética. ➤ La empresa revela periódicamente a los accionistas su código y sus prácticas de gobierno corporativo, y la medida en que dichas prácticas son compatibles con el código voluntario de mejores prácticas del país.	➤ La empresa cumple todas las recomendaciones aplicables del código voluntario de mejores prácticas del país. ➤ El directorio tiene un comité de gobierno corporativo.	➤ La empresa está reconocida públicamente como un líder nacional y entre los líderes globales del gobierno corporativo.
B. Estructura y funcionamiento del directorio	➤ El directorio se reúne regularmente y delibera independientemente de la gerencia ejecutiva. ➤ Se ofrece suficiente tiempo e información a los miembros del directorio para analizar y deliberar, con el fin de que puedan ejercer sus deberes de supervisión y desarrollo de la orientación y la dirección de la empresa. ➤ El directorio tiene miembros que no son ejecutivos de la empresa ni sus filiales, ni accionistas mayoritarios.	➤ Dos o más de los miembros del directorio son independientes de la gerencia y los accionistas mayoritarios. ➤ La mayoría de los miembros del comité de auditoría son independientes. ➤ La composición del directorio (competencias/combinación de habilidades) es adecuada para sus tareas de supervisión. Se realiza una evaluación anual del directorio y sus miembros.	➤ Casi todos los miembros del comité de auditoría son independientes. ➤ Es necesario un comité directivo compuesto totalmente por miembros independientes para aprobar todas las transacciones materiales con afiliados a los accionistas mayoritarios, los miembros del directorio o la gerencia. ➤ Otros comités especializados del directorio se ocupan de cuestiones técnicas especiales o posibles conflictos de intereses (por ejemplo, nombramientos, compensación, riesgo). ➤ Se elige cada año a la totalidad de los miembros del directorio.	➤ La mayoría de los miembros del directorio de la empresa son independientes.
C. Ambiente de control y procesos	➤ La empresa cuenta con un sistema apropiado de controles internos y auditoría interna que colabora regularmente con auditores externos y responde ante el directorio.	➤ Los estados contables de la empresa se auditan de acuerdo con las Normas Internacionales de Auditoría. ➤ El directorio supervisa la gestión de riesgos y el cumplimiento de las políticas y los procedimientos de la empresa.	➤ La empresa cuenta con un programa integral de cumplimiento que se revisa anualmente.	➤ Los controles internos, la auditoría interna y las prácticas de auditoría externa cumplen los máximos niveles internacionales.
D. Transparencia y revelación	➤ Se preparan estados contables conforme a un sistema de contabilidad internacionalmente reconocido, y una empresa independiente y reconocida de auditoría externa los audita. ➤ La empresa cumple todos los requisitos de revelación de información de las leyes y los reglamentos aplicables, y las reglas para cotización (revelación imparcial). Los inversores y los analistas financieros reciben el mismo trato en cuanto a la revelación de información.	➤ La empresa publica informes trimestrales significativos, que contienen informes por segmentos y resultados por acción. Sus prácticas van más allá de los requisitos locales para cotización. ➤ La empresa prepara y presenta todos los estados contables e informes de acuerdo con los IFRS o los GAAP de Estados Unidos.	➤ La empresa hace público su código de ética, las principales disposiciones de su programa de implementación y el grado de cumplimiento en su informe anual. ➤ Toda la información publicada y las comunicaciones con los accionistas se ponen puntualmente a disposición del público en Internet.	➤ Las prácticas de información financiera y no financiera cumplen los máximos niveles internacionales.
E. Trato a accionistas minoritarios	➤ Se informa con suficiente antelación a los accionistas minoritarios del programa de todas las asambleas de accionistas, y se les permite participar y votar en ellas. ➤ Todos los accionistas de la misma clase disfrutan de igualdad de trato con respecto a los derechos de voto, los derechos de suscripción y los derechos de transferencia. ➤ Los titulares de valores del mismo tipo y clase son tratados equitativamente con respecto a la revelación de información (revelación imparcial). ➤ Se ofrece información precisa y puntual a los accionistas con respecto al número de acciones de todas las clases en manos de los accionistas mayoritarios y sus afiliados (concentración de la propiedad).	➤ Se dispone la representación efectiva de los accionistas minoritarios mediante acumulación de votos o mecanismos similares. ➤ La empresa tiene políticas claramente articuladas y aplicables con respecto al trato a los accionistas minoritarios en los cambios de control. ➤ La empresa cuenta con una política y una práctica bien entendidas de revelación total y puntual a los accionistas de todas las transacciones materiales con afiliados a los accionistas mayoritarios, miembros del directorio o la gerencia (conflictos de intereses), y se revelan de manera íntegra, puntual y precisa todos los acuerdos materiales con accionistas. ➤ En el informe anual se informa de los riesgos principales para los accionistas minoritarios en relación con la identidad de los accionistas mayoritarios de la empresa; el grado de concentración de la propiedad; la tenencia cruzada entre filiales, y cualquier desequilibrio entre el poder de voto de los accionistas mayoritarios y la tenencia general en la compañía.	➤ La empresa cuenta con mecanismos efectivos de voto para proteger a los accionistas minoritarios de las actuaciones injustamente perjudicadas de los accionistas mayoritarios, cuando la propiedad está especialmente concentrada o los accionistas mayoritarios puedan tener fuertes conflictos de intereses (por ejemplo, disposiciones sobre supermayoría o "mayoría de minoría").	➤ El historial de la empresa de trato equitativo a los accionistas demuestra un cumplimiento constante de las expectativas del mercado internacional.

Anexo 2: Organizaciones involucradas en el gobierno corporativo¹²⁸

ARGENTINA

Bolsa de Comercio de Buenos Aires
www.bcba.sba.com.ar

Cámara de Sociedades Anónimas
www.camsocanon.com

Centro para la Estabilidad Económica
www.cefargentina.org

Comisión Nacional de Valores Buenos Aires
www.cnv.gov.ar

Fondos Argentina
www.fondosargentina.org.ar

Fundación Empresarial para la Calidad y la Excelencia
www.fundece.org.ar

Instituto Argentino de Responsabilidad Social Empresarial
www.iarse.org

Instituto Argentino para el Gobierno de las Organizaciones
www.iago.org.ar

Mercado de Valores de Buenos Aires
www.merval.sba.com.ar

BOLIVIA

Bolsa de Valores de Bolivia
www.bbv.com.bo

Superintendencia de Bancos y Entidades Financieras de Bolivia
www.sbef.gov.bo

BRASIL

Associação de Investidores no Mercado de Capitais
www.amecbrasil.org.br

BM&FBovespa Bolsa de Valores, Mercadorias e Futuros
www.bmfbovespa.com.br

Centro de Estudos em Governança Corporativa
www.ceg.org.br

Comissão de Valores Mobiliários
www.cvm.gov.br

Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC)
www.ibgc.org.br

CHILE

Centro de Gobierno Corporativo y Mercado de Capitales
www.cgcuchile.cl

Centro para el Gobierno de la Empresa
www.gobiernodelaempresa.cl

Superintendencia de Pensiones
www.spensiones.cl

Superintendencia de Valores y Seguros
www.svs.cl

COLOMBIA

Asociación Colombiana de Administradoras de Fondos de Pensiones y Cesantías
www.asofondos.org.co

Asociación Nacional de Empresarios de Colombia
www.andi.com.co

Asociación Nacional de Fiduciarias
www.asofiduciarias.org.co

Asociación Nacional de Instituciones Financieras
www.anif.com.co

¹²⁸ Nótese que esta lista no pretende ser exhaustiva e incluye a las organizaciones activas en el campo del gobierno corporativo en la región.

Autorregulador del Mercado de Valores
www.amvcolombia.org.co

Bolsa de Valores de Colombia
www.bvc.com.co

Cámara de Comercio de Medellín
www.camaramedellin.com.co

Confederación Colombiana de Cámaras de Comercio
www.confecamaras.org.co

Superintendencia Financiera de Colombia
www.superfinanciera.gov.co

Superintendencia de Sociedades
www.supersociedades.gov.co

COSTA RICA

Bolsa de Valores de Costa Rica
www.bolsacr.com

Superintendencia General de Valores
www.sugeval.fi.cr

REPÚBLICA DOMINICANA

Superintendencia de Valores de la República Dominicana
www.siv.gov.do

ECUADOR

Bolsa de Valores de Quito
www.bolsadequito.com

Buen Gobierno Corporativo
www.gobiernocorporativo.com.ec

Superintendencia de Compañías
www.supercias.gov.ec

EL SALVADOR

Bolsa de Valores de El Salvador
www.bves.com.sv

Superintendencia de Valores
www.superval.gob.sv

MÉXICO

Asociación de Bancos de México
www.abm.org.mx

Asociación Mexicana de Intermediarios Bursátiles
www.amib.com.mx

Bolsa Mexicana de Valores
www.bmv.com.mx

Centro de Excelencia en Gobierno Corporativo
www.uas.mx/cegc

Comisión Nacional Bancaria y de Valores
www.cnbv.gob.mx

Consejo Coordinador Empresarial
www.cce.org.mx

NICARAGUA

Bolsa de Valores de Nicaragua
www.bolsanic.com

Superintendencia de Bancos y Otras Instituciones Financieras
www.siboif.gob.ni

PANAMÁ

Bolsa de Valores de Panamá
www.panabolsa.com

Comisión Nacional de Valores
www.conaval.gob.pa

Instituto de Gobierno Corporativo Panamá
www.igc-panama.org

PERÚ

Asociación de Administradoras Privadas de Fondos de Pensiones
www.asociacionafp.com.pe

Bolsa de Valores de Lima
www.bvl.com.pe

Comisión Nacional Supervisora Empresas y Valores
www.conasev.gob.pe

Procapitales
www.invertir.org.pe/procapitales.asp

ESTADOS UNIDOS

Center for International Private Enterprise
www.cipe.org

Council of the Americas
www.counciloftheamericas.org

Council of Institutional Investors
www.cii.org

Latin American Venture Capital Association
www.lavca.org

eStandards Forum (Financial Standards Foundation)
www.estandardsforum.org

VENEZUELA

Asociación Venezolana de Ejecutivos
www.ave.org.ve

Comisión Nacional de Valores
www.cnv.gov.ve

INTERNACIONAL

Banco Interamericano de Desarrollo
www.iadb.org

Banco Mundial
www.bancomundial.org

Corporación Andina de Fomento
www.caf.com

Corporación Financiera Internacional
www.ifc.org/corporategovernance

Federación Iberoamericana de Bolsas
www.fiabnet.org

Fondo Monetario Internacional
www.imf.org

Global Corporate Governance Forum (Foro Global de Gobierno Corporativo)
www.gcgf.org

Instituto Iberoamericano de Mercados de Valores
www.iimv.org

International Corporate Governance Network
www.icgn.org

Mesa de Redonda Latinoamericana de Gobierno Corporativo de la OCDE
www.oecd.org/daf/corporateaffairs/roundtables/latinamerica

Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos (OCDE), Círculo de Empresas
www.oecd.org/daf/companiescircle

World Federation of Exchanges
www.world-exchanges.org



Anexo 3: Cuestionario de evaluación comparativa sobre gobierno corporativo¹²⁹

También puede acceder al cuestionario en: www.oecd.org/daf/companiescircle

Anexo 3



Cuestionario de referencia

¹²⁹ El cuestionario de referencia ha sido desarrollado por Better Governance Consulting Services, una empresa brasileña, con el apoyo de la IFC, la OCDE y el Foro Global de Gobierno Corporativo (el GCGF, por sus siglas en inglés).

Anexo 3: Cuestionario de evaluación comparativa sobre gobierno corporativo

Asunto principal	Tema	N.º
Compromiso con el gobierno corporativo	"Una acción = Un voto"	1
		2
	Acuerdo de accionistas	3
		4
	Normas Internas	5
	Planificación de la sucesión	6
		7
	Asamblea Ordinaria	8
		9
		10

Este cuestionario de 100 puntos fue diseñado como marco de referencia, para la autoevaluación de las prácticas de gobierno corporativo, en empresas que cotizan en bolsa. Esta Guía parte de la idea de que la estrategia de cada empresa depende del conjunto de circunstancias singulares que la rodean, pero considera que existen similitudes entre las organizaciones que los agentes del mercado consideran valiosas. En este contexto, este instrumento de autoevaluación puede facilitar la identificación de deficiencias y contribuir a mejorar la toma de decisiones. Ciertamente, servirá para orientar el debate entre los líderes de las empresas.

Pregunta	Sí	No	N/A	Observaciones
¿La empresa sólo tiene acciones ordinarias?	☐	☐	☐	
Si la empresa tiene acciones preferidas, ¿hay derechos de voto sobre temas importantes, como fusiones, escisiones, compra de activos importantes, aprobación de contratos relevantes entre empresas del mismo grupo, etcétera?	☐	☐	☐	
En caso de que la empresa tenga un acuerdo de accionistas, ¿se comunica, este acuerdo, a la totalidad de los accionistas?	☐	☐	☐	
El acuerdo de accionistas, ¿condiciona o limita los derechos de voto de algún director?	☐	☐	☐	
Tiene, la empresa, códigos, políticas, actas o pautas de gobierno corporativo que describan sus prácticas de gobierno y, en particular, el rol del directorio?	☐	☐	☐	
¿Tiene, la empresa, una política escrita de planificación para la sucesión, aprobada por el directorio, por lo menos para el puesto de director ejecutivo?	☐	☐	☐	
¿Tiene, el directorio, un plan de sucesión actualizado y formal para el director ejecutivo?	☐	☐	☐	
Los anuncios públicos de la asamblea ordinaria, ¿se publican con la antelación mínima de 30 días?	☐	☐	☐	
Cuando se envía el orden del día, ¿los accionistas tienen a su disposición los informes y demás documentos correspondientes, relacionados con dicho orden del día?	☐	☐	☐	
¿Envía, la empresa, una declaración informativa detallada a sus inversores, antes de la asamblea de accionistas?	☐	☐	☐	



Asunto principal	Tema	N.º
Compromiso con el gobierno corporativo (continuación)	Asamblea Ordinaria (continuación)	11
		12
		13
	Código de conducta	14
		15
		16
Estructura y funcionamiento del directorio y su relación con la gerencia	Presidente y director ejecutivo	17
		18
	Número de miembros	19

Pregunta	Sí	No	N/A	Observaciones
¿Pueden, los accionistas, votar por poder (<i>proxy</i>) u otros métodos, en lugar de asistir personalmente a las asambleas de accionistas?	☐	☐	☐	
¿Existe algún mecanismo que permita a los accionistas minoritarios postular a un director (como la votación acumulativa, en bloque u otro método similar)?	☐	☐	☐	
¿Existe algún mecanismo que permita a los accionistas minoritarios presentar propuestas para ser sometidas a debate y votación durante las asambleas de accionistas?	☐	☐	☐	
¿Tiene, la empresa, un código de conducta/ética preparado por la gerencia y aprobado por el directorio?	☐	☐	☐	
¿Publica, la empresa, su código de ética, las disposiciones principales de su programa de implementación y su nivel de cumplimiento en la memoria?	☐	☐	☐	
¿Ha designado, la empresa, a una persona o comité especial —dependiente del directorio— para que verifique el cumplimiento de las políticas de la empresa, su código de gobierno corporativo y su código de ética/conducta?	☐	☐	☐	
¿Los puestos de presidente del directorio y director ejecutivo, son ocupados por dos personas diferentes?	☐	☐	☐	
Si el director ejecutivo integra el directorio en carácter oficial, ¿el directorio celebra sesiones ejecutivas regularmente, sin la presencia de ejecutivos?	☐	☐	☐	
¿Cuántos miembros tiene el directorio de la empresa?				

Anexo 3

Cuestionario de referencia



Asunto principal	Tema	N.º
Estructura y funcionamiento del directorio y su relación con la gerencia (continuación)	Miembros independientes	20
		21
		22
		23
		24

Pregunta	Sí	No	N/A	Observaciones
¿Posee, el directorio, como mínimo, dos miembros independientes de la gerencia y de los accionistas mayoritarios?	☐	☐	☐	
¿La mayoría de los miembros del directorio son independientes?	☐	☐	☐	
Describe la composición del directorio, según la clase de miembros, colocando los números que correspondan en la siguiente columna:				
a. Directores independientes				
b. Directores externos que representan a los accionistas mayoritarios				
c. Directores internos (executivos de la empresa)				
Describe la composición del directorio, según la clase de miembros, colocando los números que correspondan en la siguiente columna:				
a. Directores nombrados por los accionistas mayoritarios				
b. Directores nombrados por otros grupos de accionistas				
c. Directores nombrados por los empleados				
d. Otros				
En el caso de empresas controladas por familias, describa la composición del directorio, colocando los números que correspondan en la siguiente columna:				

Asunto principal	Tema	N.º
Estructura y funcionamiento del directorio y su relación con la gerencia (continuación)	Miembros independientes (continuación)	
		25
	Mandato	26
		27
		28
	Compensación	29
		30

Pregunta	Sí	No	N/A	Observaciones
a. Directores de la familia propietaria				
b. Directores que representan a la familia propietaria pero que no poseen vínculos de parentesco con la misma				
c. Directores independientes				
d. Otros				
Si corresponde, ¿algún accionista minoritario (como un inversor institucional), o bloque de accionistas minoritarios, designa a algún miembro del directorio?	☐	☐	☐	
La totalidad del directorio, ¿se elige anual o semestralmente?	☐	☐	☐	
¿La reelección solo se permite tras una evaluación formal del desempeño de los miembros?	☐	☐	☐	
¿Existe un procedimiento formal para la selección de nuevos directores, que impida, o al menos limite, la intervención de ejecutivos en el proceso?	☐	☐	☐	
La empresa, ¿revela la remuneración y los beneficios del equipo gerencial (dinero, acciones, paquete total, etcétera)?	☐	☐	☐	
La empresa, ¿revela la compensación y los beneficios de los miembros del directorio (salario, acciones, paquete total, etcétera)?	☐	☐	☐	



Asunto principal	Tema	N.º
Estructura y funcionamiento del directorio y su relación con la gerencia (continuación)	Compensación (continuación)	31
	Presupuesto del directorio y consultores externos	32
		33
	Comités	34
		35
		36
		37
		38
	Secretario corporativo	39

Pregunta	Sí	No	N/A	Observaciones
¿Cuenta, la empresa, con un procedimiento formal y transparente para desarrollar políticas y fijar paquetes de remuneración para la gerencia?	☐	☐	☐	
¿Cuenta, el directorio, con su propio presupuesto, aprobado por los accionistas?	☐	☐	☐	
¿Tienen, los directores, derecho a consultar a profesionales externos (abogados, auditores, especialistas, entre otros), pagados por la empresa, para obtener asesoramiento específico sobre asuntos relevantes?	☐	☐	☐	
¿Tiene, el directorio, comités integrados únicamente por directores — como comités de auditoría, comités de remuneración y comités de gobierno corporativo?	☐	☐	☐	
¿Poseen, los comités, reglamentos internos/estatutos que definan su composición y sus métodos de funcionamiento?	☐	☐	☐	
¿Están, los comités, presididos por directores independientes?	☐	☐	☐	
¿Prohíbe el estatuto la participación de ejecutivos/altos gerentes en los comités del directorio?	☐	☐	☐	
¿Existe una disposición, según la cual un comité directivo integrado únicamente por miembros independientes, debe aprobar todas las transacciones importantes con afiliados de los accionistas mayoritarios, directores o la gerencia?	☐	☐	☐	
¿Cuenta, la empresa, con un secretario corporativo, cuyas responsabilidades incluyan la organización y el funcionamiento del directorio?	☐	☐	☐	



Asunto principal	Tema	N.º
Estructura y funcionamiento del directorio y su relación con la gerencia (continuación)	Secretario corporativo (continuación)	40
	Conflictos de intereses	41
		42
		43
		44
	Reuniones del directorio	45
		46
		47
		48
	Evaluación del directorio y de sus miembros	49

Pregunta	Sí	No	N/A	Observaciones
La función de secretario corporativo, ¿es la única función que desempeña este empleado?	☐	☐	☐	
¿Prohíbe el estatuto otorgar préstamos al accionista mayoritario y las partes vinculadas?	☐	☐	☐	
En los últimos cinco años, ¿algún regulador o mercado de valores ha investigado a la empresa por su trato a los accionistas?	☐	☐	☐	
¿Existen reglas formales para resolver conflictos de interés en el directorio y entre los miembros del equipo gerencial?	☐	☐	☐	
¿Existe una política escrita sobre la negociación y la aprobación de transacciones con partes vinculadas?	☐	☐	☐	
¿Se reúne, el directorio, regularmente, con una frecuencia de una vez al mes, como máximo, y seis veces al año, como mínimo?	☐	☐	☐	
¿Posee, el directorio, un orden del día para las asambleas ordinarias?	☐	☐	☐	
¿Existe un calendario anual, para las reuniones del directorio, que describa los temas a tratar en cada una? Por ejemplo: la reunión de febrero abordará el tema de recursos humanos; la reunión de mayo abordará la gestión de riesgo.	☐	☐	☐	
¿Reciben, los directores, toda la documentación con un mínimo de siete días de antelación a la reunión?	☐	☐	☐	
El directorio, ¿evalúa o revisa formalmente su desempeño o su eficacia?	☐	☐	☐	



Asunto principal	Tema	N.º
Estructura y funcionamiento del directorio y su relación con la gerencia (continuación)	Evaluación del directorio y de sus miembros (continuación)	50
		51
	Evaluación de ejecutivos	52
		53
		54
		55
	Designación de ejecutivos	56
Entorno y procesos de control: Control interno (CI), auditoría interna (AI) y auditoría externa (AE)	Controles internos	57
		58
	Comité de auditoría	59
		60

Pregunta	Sí	No	N/A	Observaciones
El directorio, ¿evalúa formalmente el desempeño de cada uno de sus miembros?	☐	☐	☐	
El directorio y sus miembros, ¿son evaluados formalmente por un tercero independiente?	☐	☐	☐	
¿Evalúa formalmente el directorio al director ejecutivo cada año?	☐	☐	☐	
El director ejecutivo, ¿es evaluado formalmente por un tercero independiente?	☐	☐	☐	
¿Participan los ejecutivos en las autoevaluaciones y evalúan la eficacia de sus colegas?	☐	☐	☐	
¿Utiliza la empresa mediciones del valor económico agregado para evaluar el desempeño (Ej. EVA, GVA, etc.)?	☐	☐	☐	
¿El directorio aprueba la lista de candidatos propuestos por el director ejecutivo?	☐	☐	☐	
¿Posee, la empresa, un sistema adecuado de controles internos y auditoría interna —que dependa del directorio— que colabore regularmente con los auditores externos?	☐	☐	☐	
El directorio, ¿supervisa sistemáticamente la gestión de riesgo y las políticas y los procedimientos de cumplimiento de la empresa?	☐	☐	☐	
¿Tiene la empresa un comité de auditoría?	☐	☐	☐	
El comité de auditoría, ¿está compuesto por directores no ejecutivos?	☐	☐	☐	



Asunto principal	Tema	N.º
Entorno y procesos de control: Control interno (CI), auditoría interna (AI) y auditoría externa (AE) (continuación)	Comité de auditoría (continuación)	61
		62
		63
		64
	Auditoría independiente	65
		66
		67
		68
		69

Pregunta	Sí	No	N/A	Observaciones
El comité de auditoría, ¿está compuesto únicamente por directores independientes?	☐	☐	☐	
El comité de auditoría, ¿se reúne regularmente con el director ejecutivo, otros ejecutivos y auditores?	☐	☐	☐	
El comité de auditoría, ¿celebra reuniones con los auditores internos y externos, en forma conjunta y por separado?	☐	☐	☐	
El comité de auditoría, ¿evalúa el tipo de información de las filiales, empresas asociadas y terceros, que puede repercutir en los estados contables consolidados?	☐	☐	☐	
El directorio/comité de auditoría, ¿selecciona a los auditores independientes y evalúa su trabajo periódica y formalmente?	☐	☐	☐	
¿Se contrata a los auditores para un período prefijado, con la posibilidad de renovar su contrato, tras una evaluación formal y documentada, por parte del comité de auditoría y/o el directorio?	☐	☐	☐	
¿Exige, la empresa, la rotación de las entidades de auditoría?	☐	☐	☐	
Si la empresa no requiere esta rotación, ¿exige la rotación del auditor responsable?	☐	☐	☐	
En los últimos cinco años, ¿han expresado, los auditores independientes, algún desacuerdo con los estados contables de la empresa?	☐	☐	☐	



Asunto principal	Tema	N.º
Entorno y procesos de control: Control interno (CI), auditoría interna (AI) y auditoría externa (AE) (continuación)	Auditoría independiente (continuación)	70
	Auditoría interna	71
		72
		73
	Otro órgano fiscal	74
	Gestión del riesgo	75
		76
		77
Transparencia y divulgación de información	Divulgación de información	78

Pregunta	Sí	No	N/A	Observaciones
En caso de que el auditor independiente preste otros servicios profesionales, ¿el comité de auditoría y/o el directorio, conoce(n) todos los servicios y su costo?	☐	☐	☐	
La unidad de auditoría interna, ¿responde directamente al comité de auditoría o al directorio?	☐	☐	☐	
¿Tiene la unidad de auditoría interna un reglamento de auditoría aprobado por el comité de auditoría o el directorio?	☐	☐	☐	
Los planes y programas de trabajo, ¿son compatibles con marcos de control interno y normas de auditoría interna locales o internacionales?	☐	☐	☐	
Si la empresa no cuenta con un comité de auditoría, ¿ha creado un órgano permanente e independiente con una función similar?	☐	☐	☐	
¿Revisa el directorio periódicamente los sistemas de gestión de riesgo de la empresa?	☐	☐	☐	
Al planear nuevas estrategias, actividades y productos, el directorio y la gerencia, ¿evalúan adecuadamente los riesgos?	☐	☐	☐	
La empresa, ¿publica en la memoria los principales factores de riesgo que pueden afectar su flujo de efectivo?	☐	☐	☐	
¿Contiene, la memoria, un apartado/ capítulo especial dedicado a las prácticas de gobierno corporativo de la empresa, vigentes o a ser implementadas pronto?	☐	☐	☐	

Anexo 3



Cuestionario de referencia

Asunto principal	Tema	N.º
Transparencia y divulgación de información (continuación)	Divulgación de información (continuación)	79
		80
		81
		82
		83
		84
		85
		86

Pregunta	Sí	No	N/A	Observaciones
El modelo de gobierno corporativo de la empresa, ¿está explicado en el estatuto, la memoria u otro documento corporativo?	☐	☐	☐	
¿Comunica, la empresa, periódicamente, a los accionistas su código y sus prácticas de gobierno corporativo, explicando en qué medida coinciden con el código de adhesión voluntaria de mejores prácticas del país?	☐	☐	☐	
¿Publica, la empresa, en la memoria, su código ético, las principales disposiciones de su programa de implementación y el grado de cumplimiento experimentado?	☐	☐	☐	
¿Proporciona, la memoria, información —individualizada o a nivel general— sobre la remuneración de los directores y los ejecutivos?	☐	☐	☐	
¿Publica, la empresa, informes trimestrales relevantes por segmento (informes por unidad de negocio), así como los resultados por acción?	☐	☐	☐	
La información divulgada y los comunicados para los accionistas, ¿están disponibles en Internet puntualmente?	☐	☐	☐	
¿Tiene, la empresa, políticas y prácticas claras para comunicar completa y puntualmente, a los accionistas, todas las transacciones importantes con afiliados a los accionistas mayoritarios, los directores o la gerencia?	☐	☐	☐	
El sitio web ¿facilita, a los accionistas, información precisa y puntual, respecto del número de acciones que poseen los accionistas mayoritarios y sus afiliados (concentración de la propiedad)?	☐	☐	☐	



Asunto principal	Tema	N.º
Transparencia y divulgación de información (continuación)	Divulgación de información (continuación)	87
		88
		89
	Uso de información privilegiada	90
		91
Trato a los accionistas minoritarios	Adquisición del control	92
		93
		94
	Asuntos familiares (si la empresa está controlada por el fundador o una familia)	95
		96

Pregunta	Sí	No	N/A	Observaciones
¿Hay información en la memoria sobre los riesgos principales para los accionistas minoritarios, relacionados con la identidad de los accionistas mayoritarios de la empresa?	☐	☐	☐	
La empresa, ¿prepara y presenta todos los estados contables y demás informes de acuerdo con los principios GAAP de Estados Unidos o las Normas Internacionales de Información Financiera (IFRS, por sus siglas en inglés)?	☐	☐	☐	
¿Se informa al comité de auditoría de las principales partidas fuera del balance y de su posible repercusión, de ser incorporadas a los estados contables?	☐	☐	☐	
¿Tiene, la empresa, una política de divulgación de información relevante al mercado?	☐	☐	☐	
¿Hay una política para la negociación de valores, que incluya períodos que prohíban la negociación, a los gerentes u otras personas con información privilegiada?	☐	☐	☐	
¿Otorga, la empresa, derechos de acompañamiento (tag-along) —norma de oferta obligatoria en caso de que se transfiera el control— a los accionistas minoritarios, superiores a las exigencia de la ley?	☐	☐	☐	
¿Otorga, la empresa, derechos de acompañamiento del 100% para las acciones sin derecho a voto?	☐	☐	☐	
¿Existe una política que exija la aprobación de los accionistas, antes de adoptar una píldora venenosa (<i>poison pill</i>)?	☐	☐	☐	
Los accionistas, ¿tienen un consejo familiar?	☐	☐	☐	
Las actividades del consejo familiar, ¿están formalizadas en algún documento?	☐	☐	☐	



Asunto principal	Tema	N.º
Trato a los accionistas minoritarios (continuación)	Asuntos familiares (si la empresa está controlada por el fundador o una familia) (continuación)	97
		98
		99
		100

Pregunta	Sí	No	N/A	Observaciones
¿Existen normas claras para los familiares que trabajan en la empresa?	☐	☐	☐	
¿Hay una clara distinción de funciones entre el consejo familiar y el directorio?	☐	☐	☐	
¿Existe una oficina de administración familiar a cargo de los negocios, los bienes y otros asuntos familiares?	☐	☐	☐	
Si no hay una oficina de administración familiar, ¿los gastos personales, las inversiones y demás servicios personales, se manejan fuera de la empresa?	☐	☐	☐	



Anexo 4: Director Independiente. Definición de la Corporación Financiera Internacional.

La identificación y designación de directores independientes tiene por objetivo garantizar que el directorio cuente con miembros capaces de emitir juicios eficazmente, para beneficio exclusivo de la empresa — sin verse influenciados por conflictos de interés reales o percibidos. Si un director se define como “independiente”, la IFC espera que el directorio determine afirmativamente que este miembro cumple los requerimientos fijados por el directorio y que no posee vínculos significativos con la gerencia, los accionistas mayoritarios u otras partes de la empresa, susceptibles de interferir con el ejercicio independiente de su juicio para el beneficio exclusivo de la empresa. A continuación ofrecemos una definición indicativa. En cada caso, la empresa y la IFC deberán considerar las modificaciones necesarias para ajustar la definición al tipo de relaciones que podrían frustrar la independencia de un director, según las circunstancias particulares de la empresa.

Un “director independiente” es un director que no tiene una relación esencial directa ni indirecta con la empresa, más allá de su participación en el directorio, y que:

- a. no es empleado, ni ha sido empleado, en los últimos cinco (5) años, de la empresa o sus filiales;
- b. no tiene, ni ha tenido, en los últimos cinco (5) años, un vínculo comercial con la empresa o sus filiales — ya sea directamente o como socio, accionista (excepto si dicho miembro ha sido titular de acciones para cumplir con un requerimiento de la legislación nacional, aplicable a los directores en general), director, ejecutivo o empleado principal de una persona que tiene o ha tenido dicha relación);
- c. no está afiliado con ninguna organización sin fines de lucro que reciba un financiamiento significativo de la empresa o sus filiales;
- d. no recibe, ni ha recibido, una remuneración adicional por parte de la empresa o sus filiales, aparte de la que le corresponde como director, y esta remuneración no constituye una parte considerable de sus ingresos anuales;
- e. no participa de ninguna opción para la compra de acciones [mecanismo]/[plan] ni mecanismo/plan de pensiones de la empresa o de alguna de sus filiales;
- f. no está empleado como ejecutivo de otra organización, en cuyo directorio participe alguno de los ejecutivos de la empresa;
- g. no es, ni ha sido, en los últimos cinco (5) años, afiliado o empleado por un auditor actual o anterior de la empresa o de alguna de sus filiales;
- h. no tiene un interés esencial en la empresa o sus filiales (ya sea directamente o como socio, accionista, director, ejecutivo o empleado principal de una persona que tiene dicho interés);
- i. no es familiar directo (y no es el albacea, administrador o representante personal de un familiar fallecido o legalmente incapaz) de una persona que no cumple con las condiciones establecidas en los puntos anteriores del (a) al (i) (si fuera miembro del directorio de la empresa); y no ha integrado el directorio durante más de [diez (10)] años.

A los efectos de esta definición, “interés esencial” se refiere a la titularidad, directa o indirecta, de acciones con derecho de voto, que representan, como mínimo, [dos por ciento (2%)] de las acciones en circulación y con derecho de voto de la empresa o una de sus filiales.

Anexo 5: Metodología utilizada para el análisis presentado en el Capítulo 7

En este anexo se describe la metodología aplicada en todos los análisis cuantitativos presentados en el Capítulo 7. Dicho capítulo evalúa la hipótesis general de que la adopción de buenas prácticas de gobierno, por parte de los miembros del Círculo de Empresas, ha influido positivamente en su desempeño general. Esto se examina desde cinco enfoques diferentes. La información procede de la base de datos de Economatica®, un sistema que se centra en las empresas latinoamericanas y que es ampliamente utilizado por los profesionales del mercado y los investigadores académicos de la región. El sistema recoge el precio de las acciones y otros datos corporativos directamente de los mercados de valores de la región, lo que evita posibles errores en la recopilación de datos. El grupo de empresas afines latinoamericanas representa a todas las empresas cubiertas por Economatica® que cotizan sus acciones activamente en la región desde marzo de 2009.¹³⁰ Para facilitar las comparaciones, todos los datos se registran en dólares estadounidenses, convertidos en función del tipo de cambio oficial de la fecha a la que se refieren los datos.¹³¹ La información metodológica se presenta por separado para cada uno de los cinco enfoques empleados en el capítulo.

Enfoque 1 — Comparación entre los miembros del Círculo de Empresas y las empresas latinoamericanas que cotizan en bolsa, en función de indicadores operativos seleccionados.

Cuadro relacionado: Cuadro 1

Información metodológica:

- › El Cuadro 1 compara los resultados promedio del grupo de 14 miembros del Círculo de Empresas, con los del grupo de 1.078 empresas latinoamericanas que cotizan en bolsa.
- › Los datos se refieren a los ejercicios 2005–2007.
- › Las cifras que aparecen en el Cuadro corresponden al promedio obtenido por cada grupo durante tres ejercicios.
- › Para evitar la parcialidad que podría surgir de datos extremos, se excluyeron los valores atípicos del grupo latinoamericano (2,5% más alto y 2,5% más bajo).¹³²

¹³⁰ En los análisis, no se incluyeron a todos los miembros del Círculo de Empresas. El Grupo Suzano se consideró como dos empresas separadas, Suzano Papel e Celulose y Suzano Petroquímica, ya que las dos entidades cotizan por separado en el mercado de valores — aunque ambas integran el Círculo como una sola entidad y ambas pertenecen al mismo grupo de control. Tras su adquisición por Petrobras en el 2007, Suzano Petroquímica fue excluida de la información compilada para el ejercicio 2008. El análisis no incluye a Atlas, que cotizaba en Costa Rica hasta su adquisición por parte de Mabe, de México, en 2008, ya que la base de datos de Economatica® no cubre empresas que cotizan en el mercado de valores costarricense.

¹³¹ Por ejemplo, cuando se proporcionan datos de la capitalización de mercado de una empresa brasileña respecto del 31 de diciembre de 1997, la capitalización de mercado se calcula dividiendo el valor en reales brasileños (R\$), a la fecha, por el tipo de cambio oficial de R\$/USD, vigente al 31 de Diciembre de 1997.

¹³² Los valores atípicos de los miembros del Círculo de Empresas no se excluyeron debido a lo reducido de la muestra, ya que dicha exclusión tenía un potencial mayor de distorsionar la información. Para verificar la solidez de los resultados, se repitieron todos los análisis excluyendo a los miembros del Círculo que presentaban los valores más altos y más bajos de rendimiento. Las conclusiones y los resultados generales obtenidos fueron similares. Para una investigación más profunda de los posibles efectos de estos valores atípicos, además de las medias, se compararon las medianas de cada grupo. En este caso, los resultados favorecieron aún más claramente a los miembros del Círculo de Empresas.



Enfoque 2 — Evolución del beneficio económico anual (versión simplificada del EVA®) de los miembros del Círculo de Empresas, respecto de las empresas latinoamericanas que cotizan en bolsa.

Cuadro relacionado: Cuadro 2

Información metodológica:

- › El Cuadro 2 analiza la evolución (desde 1995 a 2008) del beneficio económico (mediante una variable del EVA®) del grupo de 14 miembros del Círculo de Empresas, respecto del grupo de 1.078 empresas latinoamericanas que cotizan en bolsa.
- › Los datos financieros proceden de la base de datos Economatica®.
- › Las tasas de descuento (costo del capital social y costo de la deuda) proceden de Damodaran Online (www.stern.nyu.edu/~adamodar/).
- › Los datos del Índice de Bonos de Mercados Emergentes (EMBI+)¹³³ fueron suministrados por <http://www.cbonds.info/>.
- › Las tasas fiscales de cada país proceden del relevamiento de tasas impositivas realizado por KPMG (*KPMG's Tax Rate Survey*).
- › Las cifras que aparecen en el Cuadro corresponden al promedio de todos los miembros del Círculo de Empresas y al de las 1.078 empresas latinoamericanas, proporcionado por Economatica®.
- › La variable de EVA® se calculó según la fórmula Ingreso neto + Gasto de interés * (1 – Tasa impositiva para las sociedades) – WACC¹³⁴ * Capital invertido.
- › El Capital invertido se calculó como: Activos totales – Activo diferido – Inversiones/tenencias en filiales/empresas controladas – Obligaciones a largo plazo + Deuda financiera a corto y largo plazo + Bonos pagaderos a corto y largo plazo + Deudas pagaderas con filiales/empresas controladas.
- › El WACC (promedio ponderado del costo de capital) se estimó usando el valor contable del capital y de la deuda (a corto y largo plazo, incluyendo los bonos).
- › Los costos de deuda y capital se calcularon como el costo de capital y de deuda del sector en Estados Unidos (proporcionado directamente por Damodaran Online) más el riesgo país para el ejercicio respectivo (medido en función del margen entre el EMBI+ de cada país y los bonos del Tesoro de Estados Unidos).
- › Para evitar cualquier tipo de imparcialidad derivada del uso de datos extremos, se excluyeron los valores atípicos del grupo latinoamericano (2,5% más alto y 2,5% más bajo).¹³⁵

¹³³ EMBI+ es un índice de referencia del mercado de bonos generado por el banco de inversión J.P. Morgan. Rastrea los rendimientos totales de los instrumentos de deuda externa negociados en los mercados emergentes. Dado que indica las tasas de interés pagadas por los países emergentes sobre sus bonos externos, es ampliamente reconocido como una alternativa para medir el riesgo país.

¹³⁴ WACC es el promedio ponderado del costo de capital. Es el costo general del capital de una empresa, basado tanto en los costos del capital social como en el capital pasivo. También se entiende como la tasa que se espera que pague una empresa para financiar sus activos, o el rendimiento mínimo que una empresa tiene que ganar con la base de activos existente para satisfacer a sus acreedores, propietarios y otros proveedores de capital. Se calcula mediante la siguiente ecuación: $WACC = (E/(E+D)) * k_e + (D/(E+D)) * k_d(1 - T_c)$, en la que: E = Valor de mercado del capital de la empresa; D = Valor de mercado del pasivo de la empresa; k_e = Costo del capital social; k_d = Costo del capital pasivo, y T_c = Tasa del impuesto de sociedades.

¹³⁵ En forma similar a lo explicado en la nota a pie de página número 132, se repitieron todos los análisis sin excluir los valores extremos. Desde el punto de vista cualitativo, los resultados generales fueron similares.

Enfoque 3 — Comparación entre los miembros del Círculo de Empresas y las empresas latinoamericanas que cotizan en bolsa, realizada a partir de indicadores de mercado seleccionados.

Cuadro relacionado: Cuadro 3

Información metodológica:

- › El Cuadro 3 compara los resultados promedio del grupo de 14 miembros del Círculo de Empresas con los del grupo de 1.078 empresas latinoamericanas que cotizan en bolsa.
- › Los datos corresponden a los ejercicios 2005–2007.
- › Las cifras que aparecen en el Cuadro corresponden al promedio de los resultados obtenidos por cada grupo durante tres ejercicios.
- › Para evitar cualquier tipo de parcialidad generada por datos extremos, se excluyeron los valores atípicos del grupo latinoamericano (2,5% más alto y 2,5% más bajo).¹³⁶

Enfoque 4 — Análisis de la repercusión que tienen los anuncios inesperados de mejoras en las prácticas de gobierno corporativo sobre el precio de las acciones.

Cuadro relacionado: Cuadro 4

Información metodológica:

- › El Cuadro 4 presenta los resultados globales del anuncio de mejoras en el gobierno corporativo de los miembros del Círculo de Empresas de 1998 a 2007.
- › Después de excluir ciertos eventos debidos a la falta de liquidez o a la escasa negociación de las acciones, durante el período del evento analizado, se identificaron 12 eventos diferentes en ocho miembros del Círculo de Empresas.
- › En el caso de Atlas, Cemento Argos, Ferreyros, ISA, Marcopolo, NET y Ultrapar, no se identificaron eventos bien definidos.
- › Se creó un período de 16 días para el evento — entre los cinco días previos al anuncio (D-5) y los diez días posteriores al mismo (D+10).
- › Los rendimientos anormales se midieron con el modelo de mercado empleado en el cálculo de los rendimientos previstos.
- › El período de estimación incluyó los 50 días de cotización previos al período del evento (de -55 a -6).
- › En el siguiente cuadro se ofrece un resumen de los eventos analizados. Estos fueron seleccionados en función de su potencial para mejorar las prácticas de gobierno corporativo de los miembros del Círculo de Empresas:

¹³⁶ Al igual que en la explicación de la nota a pie de página número 132, para confirmar la solidez de los resultados, todos los análisis se repitieron excluyendo a los miembros del Círculo de Empresas que obtuvieron los rendimientos más altos y más bajos. Tras este análisis, se extrajeron las mismas conclusiones generales. Además de los valores medios, también comparamos las medianas de ambos grupos, obteniendo resultados similares.

Cuadro 1 — Resumen de todos los eventos analizados

# Noticia	Empresa	País	Fecha del evento	Titular de la noticia	Lógica de la medida en relación con el gobierno corporativo
1	Buenaventura	Perú	18/12/95	Buenaventura emitirá ADR en el NYSE	La cotización cruzada en un entorno con mayores requerimientos de gobierno corporativo, indica un claro compromiso con una mayor divulgación de información y mejores prácticas de gobierno
2			1/4/02	Buenaventura combina las clases de acciones A y B en un único tipo	La consolidación de las clases de acciones en un sólo tipo, siguiendo la regla de un voto por acción, es coherente con las recomendaciones de la mayoría de los códigos de gobierno corporativo
3	CCR Rodovias	Brasil	3/4/07	CCR elige a un director independiente para que integre su directorio	La elección de un director independiente marca el avance hacia un directorio que actúa con independencia en la supervisión de la gerencia
4	CPFL Energia	Brasil	15/3/07	CPFL Energia simplifica la estructura de propiedad	La simplificación de la estructura de propiedad ayuda a los inversores externos a comprender los flujos financieros dentro y fuera de la empresa
5	Embraer	Brasil	21/7/00	Embraer emitirá ADR en el NYSE	Ver lógica de la medida para el evento 1
6			13/1/06	Embraer se prepara para la reestructuración de la propiedad y la conversión de las acciones sin derecho a voto	Ver lógica de la medida para el evento 2
7	Homex	México	10/10/06	Homex elige a un director independiente para que integre su directorio	Ver lógica de la medida para el evento 3
8	Natura	Brasil	28/2/05	Conforme a su plan de sucesión, Natura anuncia la designación de un nuevo director ejecutivo profesional	La sucesión planeada de un director ejecutivo — en particular, si este no posee lazos familiares con los accionistas mayoritarios — puede considerarse como una muestra de un entorno bien gobernado y fundado en los méritos de las personas
9			2/12/05	Natura entra en el nuevo índice del BOVESPA — el ISE	La elección de un índice compuesto por empresas comprometidas con la adopción de mayores niveles de gobierno corporativo y sostenibilidad, demuestra un esfuerzo concreto de la empresa en este sentido
10	Suzano Papel e Celulose	Brasil	9/5/03	Suzano anuncia un nuevo modelo de gobierno corporativo	El anuncio de mejoras en la composición y el funcionamiento del directorio marca una iniciativa firme de la empresa en pos de mejorar las prácticas de gobierno
11			2/6/06	Suzano anuncia la designación de un nuevo director ejecutivo, ajeno a la familia mayoritaria	Ver lógica de la medida para el evento 8
12	Suzano Petroquímica	Brasil	25/10/04	Suzano Petroquímica se incorpora al Nivel 2 de gobierno corporativo del BOVESPA	La migración a un segmento de cotización con requerimientos de gobierno corporativo más estrictos, marca el progreso hacia mejores prácticas de gobierno

Enfoque 5 Análisis de los rendimientos anuales de las acciones de los miembros del Círculo de Empresas respecto de distintos puntos de referencia.

Cuadros relacionados: Cuadros 5a, 5b, 5c y 5d

Información metodológica:

- El Cuadro 5a presenta los rendimientos anuales compuestos de las acciones de los miembros del Círculo de Empresas, en comparación con la cartera ponderada equitativamente de 1.073 empresas latinoamericanas.
- El Cuadro 5b presenta los rendimientos anuales compuestos de las acciones de los miembros del Círculo de Empresas, en comparación con la cartera ponderada equitativamente de las 113 empresas latinoamericanas con ADR.
- El Cuadro 5c presenta los rendimientos anuales compuestos de las acciones de los miembros del Círculo de Empresas, en comparación con la cartera ponderada equitativamente de 1.073 empresas latinoamericanas, tras realizar las correcciones derivadas de la ponderación por país.
- El rendimiento anual de cada acción se calculó dividiendo el precio de la acción del último día de cotización del año por el precio del primer día del mismo año. Los precios de las acciones se ajustan por medio del sistema Economatica®, en función de todas las actuaciones corporativas (como desdoblamiento de acciones, ajustes del capital, reducción del capital o de las acciones en circulación), incluyendo los dividendos en efectivo. Este ajuste se realiza para excluir las actuaciones corporativas que desencadenan cambios abruptos en la evolución del precio de las acciones y que no representan realmente la apreciación o depreciación de las acciones.
- El rendimiento de la cartera se calculó como el rendimiento promedio de todas las empresas cuyas acciones se cotizan cada año.
- En el caso del análisis ponderado por país (Cuadro 5c), la ponderación de cada país en la cartera del Círculo de Empresas para un año concreto se replicó en función de dos Carteras: la de todas las empresas latinoamericanas y la de todas las empresas con ADR. Por ejemplo, para el 2007, el rendimiento de la cartera de todas las empresas latinoamericanas se calcula así: rendimiento medio de todas las empresas brasileñas que cotizan en bolsa * ponderación de las empresas brasileñas (en este caso, 9/14, la proporción de empresas brasileñas en la cartera del Círculo en 2007) + rendimiento medio de todas las empresas peruanas que cotizan en bolsa * ponderación de las empresas peruanas (en este caso, 2/14) + rendimiento medio de todas las empresas colombianas que cotizan en bolsa * ponderación de las empresas colombianas (en este caso, 2/14) + rendimiento medio de todas las empresas mexicanas que cotizan en bolsa * ponderación de las empresas mexicanas (en este caso, 1/14).

Información sobre el análisis ajustado en función del riesgo:

Cuadros relacionados: Cuadros 5d, 5e y 5f

Información metodológica:

- Los Cuadros 5d, 5e y 5f presentan los resultados del análisis ajustado en función del riesgo, comparando los ratios de Sharpe, Treynor y el Alfa de Jensen de los miembros del Círculo de Empresas, con una amplia cartera de 1.073 empresas latinoamericanas que cotizan en bolsa. La comparación abarca los ejercicios entre 1998 y 2008.
- Se emplearon tres parámetros de medición ajustados en función del riesgo, que se destacan en la bibliografía especializada y son ampliamente utilizados por los profesionales del mercado: Ratio de Sharpe, Ratio de Treynor y Alfa de Jensen.



- El Ratio de Sharpe (RS) se calcula con la siguiente ecuación:

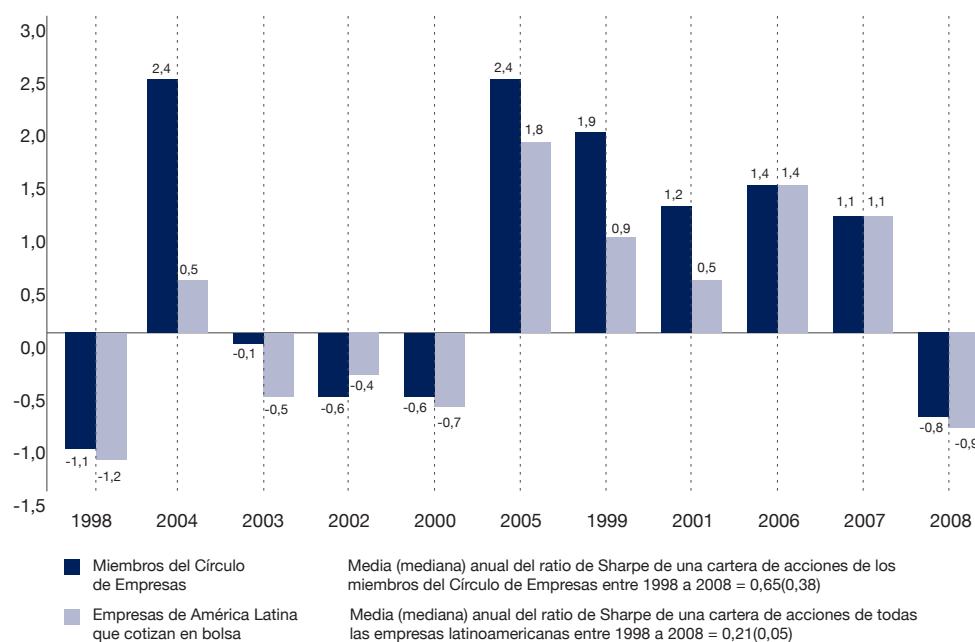
$$RS = (\text{rendimiento de la cartera} - \text{tasa sin riesgo}) / \text{volatilidad de la cartera}$$
o

$$RS = (\text{rendimiento del activo} - \text{tasa sin riesgo}) / \text{volatilidad del activo}$$

El ratio de Sharpe compara el rendimiento del activo descontando la tasa libre de riesgo que corre el activo (el riesgo sistémico), con su volatilidad (el riesgo idiosincrático). Según Investopedia¹³⁷:

El ratio de Sharpe nos indica si los rendimientos de una cartera se deben a decisiones de inversión inteligentes o son el resultado de haber corrido un riesgo excesivo. La medida es muy útil porque, aunque una cartera o fondo pueda cosechar rendimientos más altos, solo será una buena inversión si estos no dependen de asumir un riesgo adicional excesivo. Cuanto mayor sea el RS de una cartera, mejor habrá sido su desempeño ajustado en función del riesgo. Un RS negativo indica que un activo de menor riesgo generaría mejores resultados que el título valor analizado.

Cuadro 5d — Análisis ajustado en función del riesgo: Ratio de Sharpe de los miembros del Círculo de Empresas respecto de una amplia cartera de 1.073 empresas latinoamericanas que cotizan en bolsa. La comparación abarca los ejercicios entre 1998 y 2008.



El ratio de Treynor (RT) se calcula con la siguiente ecuación:

$$RT = \frac{\text{rendimiento de la cartera} - \text{tasa sin riesgo}}{\text{beta de la cartera}} = \frac{\text{rendimiento del activo} - \text{tasa sin riesgo}}{\text{beta del activo}}$$

$$RT = \frac{(\text{rendimiento de la cartera} - \text{tasa sin riesgo})}{\text{beta de la cartera}}$$

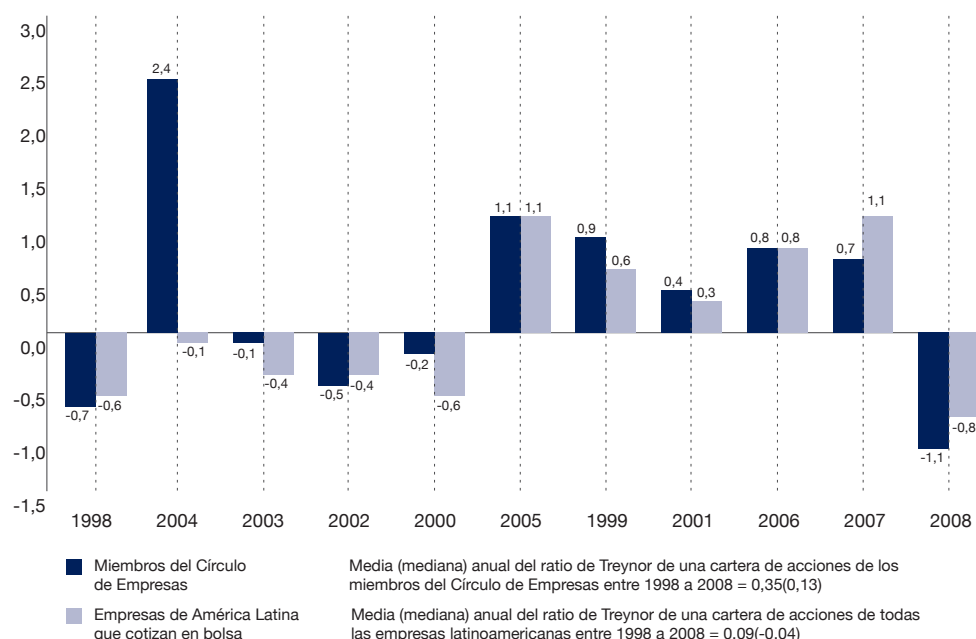
o

$$RT = \frac{(\text{rendimiento del activo} - \text{tasa sin riesgo})}{\text{beta del activo}}$$

¹³⁷ www.investopedia.com.

El ratio de Treynor es similar al ratio de Sharpe. La diferencia estriba en la medida del riesgo específico o idiosincrático. Mientras que el ratio de Sharpe utiliza la volatilidad anual de las acciones (desviación estándar de los rendimientos), el ratio de Treynor usa el beta de los activos, que mide la correlación entre el activo y los rendimientos de mercado.

Cuadro 5e — Análisis ajustado en función del riesgo: Ratio de Treynor de los miembros del Círculo de Empresas, respecto de una amplia cartera de 1.073 empresas latinoamericanas que cotizan en bolsa. La comparación abarca los ejercicios entre 1998 y 2008.



El Alfa de Jensen (J) se calcula con la siguiente ecuación:

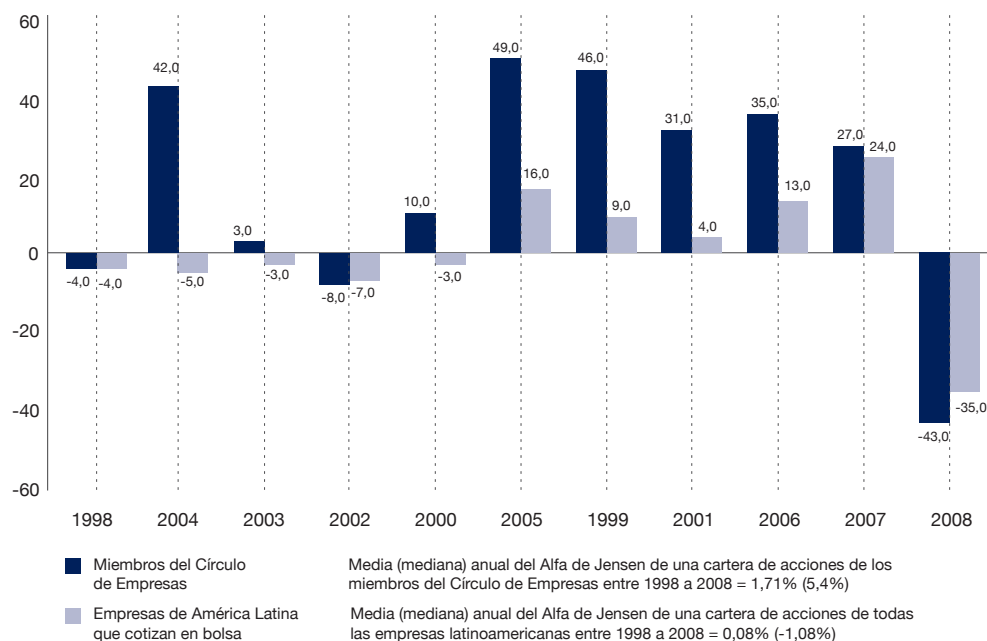
$$J = \text{rendimiento del activo} - [\text{tasa sin riesgo} + \text{beta del activo} * (\text{rendimiento de referencia} - \text{tasa sin riesgo})]$$

El alfa de Jensen trata de medir el rendimiento “extra” que podría obtener un inversor si invirtiera en un activo determinado. Es la diferencia entre el rendimiento del activo y el rendimiento esperado del activo. Este último se calcula con el CAPM (modelo de valoración de activos de capital), un método ampliamente utilizado para fijar los precios de activos. Según Investopedia:

El concepto básico es que, para analizar el desempeño de un administrador de inversión, además de examinar el rendimiento general de la cartera, también deberíamos analizar su riesgo. Por ejemplo, si hay dos fondos comunes de inversión con un rendimiento del 12%, un inversor racional querrá invertir en el fondo con menos riesgo. El parámetro de medición de Jensen es un modo de determinar si una cartera está obteniendo un rendimiento adecuado para su nivel de riesgo. Si el valor es positivo, la cartera está obteniendo un rendimiento excesivo. En otras palabras, un valor positivo del Alfa de Jensen implica que el administrador del fondo le ha “ganado al mercado” con su habilidad para seleccionar acciones.



Cuadro 5f — Análisis ajustado en función del riesgo: Alfa de Jensen de los miembros del Círculo de Empresas, respecto de una amplia cartera de 1.073 empresas latinoamericanas que cotizan en bolsa. La comparación abarca los ejercicios entre 1998 y 2008.



Para calcular los tres indicadores libres de riesgo se siguieron estas premisas:

- Rendimiento del activo: rendimiento anual de las acciones, dividiendo los precios de las acciones al cierre de un ejercicio determinado, por sus precios al cierre del ejercicio anterior
- Tasas libres de riesgo: rendimiento anual promedio de los bonos a diez años del Tesoro de Estados Unidos + promedio anual del EMBI+ del país donde se encuentra la empresa (por ejemplo, la tasa sin riesgo de una empresa brasileña en 2005, se calcula mediante el riesgo país promedio durante ese ejercicio, representado por el EMBI+) + rendimiento anual promedio de los bonos a diez años del Tesoro de Estados Unidos en 2005.
- Volatilidad del activo: desviación estándar de los rendimientos anuales del activo
- Beta del activo: se basa en la comparación de los 36 meses previos con el índice general del mercado de valores local. Por ejemplo, el beta del activo de una empresa brasileña en 2005, se calcula comparando los rendimientos de la acción en los últimos 36 meses con el IBOVESPA.
- Rendimiento de mercado: rendimiento comercial anual del índice de mercado del mercado de valores local donde opera la empresa. Por ejemplo, el rendimiento de mercado de una empresa brasileña en 2005, se calculó en función del rendimiento anual del IBOVESPA a lo largo del 2005.

Sección 4: Reacción del mercado de valores a la crisis financiera global de 2008.

Cuadros relacionados: Cuadros 6a, 6b, 6c, 6d y 6e

Información metodológica:

- › Los Cuadros 6a y 6b comparan los valores medios de los resultados del grupo de miembros del Círculo de Empresas, con un grupo de 1.073 empresas latinoamericanas que cotizan en bolsa.
- › Los datos se refieren al resultado medio de ambos grupos a fines de 2008.
- › Los Cuadros se configuraron según los mismos procedimientos de los Cuadros 1 y 3, que comparan indicadores operativos y de mercado para el período 2005–2007. Al igual que en dichos Cuadros, se excluyeron los valores atípicos del grupo latinoamericano (2,5% más altos y más bajos) para evitar el sesgo de los datos extremos.
- › Los Cuadros 6c y 6d presentan la reacción del mercado de valores respecto de los miembros del Círculo de Empresas, tras la crisis financiera global de 2008, en comparación con tres carteras: 1.073 empresas latinoamericanas; un grupo de control compuesto por 13 empresas, relativamente similares a las del Círculo de Empresas;¹³⁸ y los índices oficiales de los mercados de valores correspondientes a los países de los miembros del Círculo.
- › El Cuadro 6e presenta los resultados de varios análisis de regresión múltiple, realizados con el método de mínimos cuadrados ordinarios (MCO), para examinar las posibles variables que determinaron un bajo rendimiento de los valores durante la crisis financiera de 2008.
- › Para crear el grupo de control utilizado como referencia para el Cuadro 6d, para cada uno de los miembros del Círculo, se seleccionó una empresa del mismo país y sector, lo más similar posible — en cuanto a la capitalización de mercado y la rentabilidad operativa. Sin embargo, debido al reducido número de empresas que cotizan en bolsa en algunos países, no siempre fue posible encontrar una empresa comparable del mismo sector y/o tamaño que el miembro del Círculo. En estos casos, se eligió una empresa con ingresos totales comparables y que operara en un entorno de mercado similar. El siguiente cuadro muestra la empresa comparada con cada miembro del Círculo:

País	Miembro del Círculo	Empresa comparada
Perú	Buenaventura	Soc. Min. Cerro Verde
Brasil	CCR Rodovias	OHL
Colombia	Cementos Argos	Paz del Río
Brasil	CPFL Energía	Cemig
Brasil	Embraer	TAM
Perú	Ferreyros S.A.A.	Alicorp SA
México	Homex Desarrollos	Urbi Desarrollos
Colombia	ISA Interconex Electricas	Isagen SA
Brasil	Marcopolo	Randon Participações
Brasil	Natura	P. de Açucar – CBD
Brasil	NET	UOL
Brasil	Suzano Papel	VCP
Brasil	Ultrapar	Braskem

¹³⁸ Desde que fuera adquirida por Petrobras (la empresa petrolera nacional de Brasil) en agosto de 2007, Suzano Petroquímica fue excluida de la cartera del Círculo de Empresas para el análisis del 2008.



- En el Cuadro 6e se replica la metodología más compleja, empleada en estudios académicos previos, en especial el llevado a cabo por Baek, Kang y Park (2004) sobre la crisis financiera del Este Asiático en los noventa. Conlleva múltiples regresiones estadísticas para identificar las características corporativas relacionadas con un desempeño relativamente mejor de las acciones durante una crisis económica. Además de la pertenencia al grupo del Círculo y la emisión de ADR de Nivel 2 o 3,¹³⁹ se tuvieron en cuenta las siguientes características:
 - + Tamaño de la empresa, medido en función de los ingresos operativos totales y de los activos totales
 - + Rentabilidad de la empresa, medida en función del rendimiento de los activos (ROA – ganancias antes de intereses e impuestos divididas por los activos totales) y la rentabilidad financiera (ROE – utilidad neta dividido por el valor contable del patrimonio)
 - + Valor de la empresa, medido en función del ratio precio/valor contable (PBV – precio de mercado de las acciones dividido por su valor contable) y del valor total de la empresa (deuda más capital) dividido por el EBITDA (EVEBITDA)
 - + Apalancamiento financiero, medido en función del ratio de deuda (deuda financiera neta de la empresa dividida por el valor contable de su capital social)
 - + Solvencia de la empresa a corto plazo, medida en función del ratio de efectivo (ratio entre todos los activos disponibles y líquidos y todos los pasivos corrientes) y el ratio corriente (activo corriente dividido por el pasivo corriente)
 - + Industria, medida en función de 18 variables ficticias, basadas en la clasificación de la base de datos Economatica®
 - + Riesgo accionario, medido en función del coeficiente beta (covarianza de los rendimientos de las acciones y los rendimientos del índice oficial del mercado de valores, dividido por la varianza de las acciones) y de la volatilidad de las acciones (desviación estándar anual de los rendimientos de las acciones)
 - + Liquidez de las acciones, medido en función del ratio de liquidez ofrecido por Economatica® y el nivel de acciones de la empresa libremente disponibles para la venta en el mercado (*free-float*)
 - + Estructura de la propiedad, medida en función de la concentración de los derechos de voto en manos de los tres accionistas principales
- La muestra para las regresiones que se presentan en el Cuadro 6c, está compuesta por 471 empresas que cotizan en bolsa de Brasil, Perú, Colombia y México —los países de origen de los miembros del Círculo de Empresas.
- El siguiente cuadro exhibe los resultados de diferentes regresiones:

¹³⁹ Estas entidades fueron seleccionadas porque las empresas que emiten ADR 2 y 3 están sujetas a los requerimientos de la ley Sarbanes-Oxley Act —es decir, a normas más estrictas en lo relativo a la divulgación y los controles internos.

Cuadro 6e — Regresión múltiple mediante mínimos cuadrados ordinarios (MCO)

Regresiones de MCO de los rendimientos de las acciones durante el surgimiento de la crisis financiera global de 2008 y características de las empresas incluyendo su pertenencia al grupo del Círculo de Empresas.

	Período crítico del RPT (01/09/2008–1/12/2008)			Segunda parte del RPT (01/07/2008–31/12/2008)		
Variables explicativas	(1)	(2)	(3)	(1)	(2)	(3)
Miembro del círculo	0,057** (2,02)	0,074** (2,31)	0,060* (1,77)	0,116*** (3,23)	0,105*** (2,64)	0,083** (2,07)
ADR23	-	-	0,051** (2,02)	-	-	0,083*** (2,83)
lnREV	-	-0,009** (-2,22)	-0,009** (-2,13)	-	-0,006** (-1,30)	-0,008** (-1,57)
ROA	-	0,215*** (2,73)	0,238*** (2,85)	-	0,260*** (2,76)	0,278*** (2,95)
PVP	-	-	-0,000 (-0,19)	-	-	-0,000 (-0,24)
Coeficiente de deuda	-	-0,001 (0,31)	0,001 (0,26)	-	-0,003 (1,12)	-0,001 (0,18)
Coeficiente de efectivo	-	-0,007 (-1,61)	-0,005 (-1,06)	-	-0,004 (-0,69)	-0,001 (-0,29)
Variables simuladas o ficticias	Sí	Sí	Sí	Sí	Sí	Sí
Intercepción	-0,417*** (-5,47)	-0,373*** (-4,64)	-0,306*** (-3,07)	-0,503*** (-8,47)	-0,484*** (-4,95)	-0,477*** (-4,54)
R2	18,45%	25,41%	27,67%	18,31%	21,64%	23,87%
Muestra (n)	444	354	338	453	366	350

► Este cuadro muestra los resultados de regresiones múltiples estimadas mediante MCO para calcular los efectos de características corporativas seleccionadas (incluyendo la pertenencia al Círculo de Empresas), sobre los rendimientos de las acciones, durante el surgimiento de la crisis financiera global de 2008. Las variables dependientes son el rendimiento del período de tenencia (RPT, el rendimiento total del inversor titular de las acciones) durante dos períodos distintos:

- El denominado “período crítico”: del 1 de septiembre de 2008, justo antes del colapso de Lehman Brothers y las empresas hipotecarias Fannie Mae y Freddie Mac en Estados Unidos, al 1 de diciembre de 2008, cuando la Oficina Nacional de Investigación Económica anunció oficialmente que Estados Unidos había entrado en una recesión
- Toda la segunda mitad de 2008

Las variables explicativas incluyen:

- + Miembro del círculo es una variable ficticia que recibe el valor de 1, si la empresa pertenece al Círculo, y de 0 en caso contrario
- + ADR23 es una variable ficticia que recibe el valor de 1, si la empresa cotiza ADR de nivel II y III en los mercados estadounidenses, y de 0 en caso contrario
- + lnREV es el logaritmo natural de los ingresos operativos totales del 2007



- + ROA es el rendimiento de los activos para el ejercicio 2007, que se mide dividiendo las ganancias antes de intereses e impuestos por los activos totales
- + PBV es el precio por valor contable al cierre del 2007, que se mide dividiendo el precio de mercado de las acciones por su valor contable
- + El ratio de deuda es la deuda financiera neta de la empresa dividida por el valor contable de su capital social al cierre del 2007
- + El ratio de efectivo es una medida de la liquidez a corto plazo. Se calcula por el ratio del total de activos disponibles y líquidos y el total del pasivo corriente al cierre de 2007

Cabe destacar que, en las regresiones, se utilizaron 18 variables ficticias adicionales de la industria (siguiendo la clasificación de la base de datos Economatica®) pero, por limitaciones de espacio, no se incluyeron en el cuadro. La muestra está compuesta por 471 empresas que cotizan en bolsa de Brasil, Perú, Colombia y México — los países de origen de los miembros del Círculo de Empresas.

- + Los números (1), (2) y (3) se refieren a los tres modelos econométricos diferentes utilizados en el análisis.
 - + Los valores p^{140} aparecen entre paréntesis.
 - + ***, ** y * indican la importancia estadística a los niveles del 1%, 5% y 10%, respectivamente.
 - + Todos los modelos se estimaron con errores estándar robustos por heteroscedasticidad. Esto quiere decir que la metodología considera los cambios en la dispersión de los rendimientos de las acciones de las empresas de la muestra, durante el período analizado.¹⁴¹
- En términos generales, el Cuadro 6e indica que, tras filtrar otras características corporativas que pueden repercutir en el desempeño de las acciones (sector, tamaño, rentabilidad, valor de mercado, deuda y ratios de solvencia), formar parte del grupo del Círculo de Empresas, es un factor positivo en períodos de agitación en el mercado. Los resultados siempre son estadísticamente significativos, sobre todo en el nivel del 5%. La importancia económica de los coeficientes indica, por ejemplo, que pertenecer al Círculo de Empresas se relaciona con una reducción del precio de las acciones un 6% menor que la de las otras empresas, durante el período crítico del 1 de septiembre al 1 de diciembre de 2008 (en base al coeficiente del Modelo 3, regresiones versus el rendimiento del período de tenencia,¹⁴² período crítico del RPT).
- Además de los resultados del Cuadro 6e, se evaluó la solidez de otras especificaciones del modelo, entre ellas:
- + Otros tres períodos: tercer trimestre de 2008, cuarto trimestre de 2008 y todo 2008
 - + Los datos de 2006 para todas las variables explicativas, en lugar de los datos del cierre de 2007

¹⁴⁰ El valor p se relaciona con un análisis estadístico, que proporciona una base conveniente para extraer conclusiones durante la comprobación de hipótesis. Mientras menor sea el valor p , mayor es el rechazo del análisis de la hipótesis nula, es decir, la hipótesis estudiada. En el caso analizado en el cuadro 6e, un valor p igual o inferior a 0,05, rechaza la hipótesis nula “al nivel del 5%” de que la variable explicativa difiere estadísticamente de cero. En general, un valor p inferior a 10% o 5% (para ser más conservador) corrobora que una variable explicativa determinada (por ejemplo, “pertenencia al Círculo”) es pertinente para el resultado de la variable dependiente (por ejemplo, rendimiento total de las acciones en el “período crítico”).

¹⁴¹ La heteroscedasticidad ocurre cuando la varianza de la variable dependiente varía para todos los valores. Complica el análisis, ya que las regresiones mediante MCO se basan en un supuesto de igual varianza.

¹⁴² El Rendimiento del Período de Tenencia (RPT) es el rendimiento total de una acción durante su período de tenencia. Se calcula como la suma de los ingresos y las ganancias de capital de una acción determinada dividido por el precio de la acción al inicio del período.

- + Otras definiciones operativas de las variables explicativas, como por ejemplo: valor de la empresa dividido por el EBITDA, como variable del valor relativo en lugar del PBV; algoritmo natural del activo total como variable del tamaño de la empresa, en lugar de los ingresos totales; y el ratio corriente (activos corrientes dividido por pasivos corrientes) como variable de la solvencia a corto plazo, en lugar del ratio de efectivo. En todas las especificaciones, los resultados se mantuvieron desde el punto de vista cualitativo. Finalmente, se agregaron otras posibles variables explicativas, como el riesgo (beta y volatilidad de las acciones), liquidez de las acciones y medidas de la estructura de la propiedad. En el caso de varias empresas, estas variables no estaban disponibles, lo que redujo significativamente la muestra y disminuyó, por lo tanto, la relevancia estadística de algunos coeficientes.

Desde el punto de vista cualitativo, los resultados se mantuvieron, sin que se percibieran cambios en las conclusiones generales.



Referencias

(Fuentes citadas en la guía)

AMIT, R., & VILLALONGA, B. (2006). Benefits and costs of control—enhancing mechanisms in U.S. family firms. *SSRN Working Paper*.

ANDERSON, R. C.; REEB, D. M. (2004). Board Composition: Balancing Family Influence in S&P 500 Firms. *Administrative Sciences Quarterly* v.49, Disponible en SSRN: <http://ssrn.com/abstract=590305>, pp. 209–237.

ANDERSON, R. C., & REEB, D. M. (2003). Who monitors the family. *SSRN Discussion Papers*.

ANDERSON, R., & REEB, D. M. (2003). Founding family ownership and firm performance: evidence from the S&P 500. *Journal of Finance*, 58, pp. 1301–1329.

BAEK, J-S; KANG, J-K; PARK, K. S. (2004). Corporate Governance and Firm Value: Evidence from the Korean Financial Crisis. *Journal of Financial Economics*, 71, pp. 265–313.

BLACK, B. (2001). The corporate governance behavior and market value of Russian firms. *Emerging Markets Review*, 2, pp. 89–108.

BLACK, B., JANG, H., & KIM, W. (2006). Does corporate governance predict firms' market values? Evidence from Korea. *Journal of Law, Economics, and Organization*, 22, n. 2, pp. 366–413.

BOVESPA (2004). Como e porque tornar—se uma companhia aberta (Traducción no oficial: Cómo y por qué convertirse en una compañía abierta).

BUSINESS ROUNDTABLE. (2006). Corporate governance survey.

CAMPBELL, J. Y., LO, A. W., & MACKINLAY, A. C. (1997). *The econometrics of financial markets*. Nueva Jersey: Princeton University Press.

CARVALHAL-DA-SILVA, A. L., & SUBRAHMANYAM, A. (2007). Dual-class premium, corporate governance, and mandatory bid rule: evidence from the Brazilian stock market. *Journal of Corporate Finance*, 13 n. 1, pp. 1–24.

CENTRO DE ESTUDIOS DE MERCADO DE CAPITALES Y FINANCIERO (2001), Perú: Código de Buen Gobierno Corporativo para Empresas Emisoras de Valores.

CÍRCULO DE EMPRESAS DE LA MESA REDONDA LATINOAMERICANA DE GOBIERNO CORPORATIVO. Disponible en: www.oecd.org/daf/companiescircle

CITIGROUP GLOBAL MARKETS. (2007). What investors want: how emerging market firms should respond to the global investor.

CLAESSENS, S.; DJANKOV, S.; KLAPPER, L. F. (1999, revisado en 2004), Resolution of Corporate Distress: Evidence from East Asia's Financial Crisis (junio de 1999). *World Bank Policy Research Working paper No. 2133*. Disponible en SSRN: <http://ssrn.com/abstract=168530>.



CLAESSENS, S.; DJANKOV, S., y LANG, L.H.P (1998), Expropriation of Minority Shareholders: Evidence from East Asia, Mimeo, *Banco Mundial, Washington DC, Research Paper 2088*, pp. 33.

COLE, B. M. (2003). The new investor relations: expert perspectives on the state of art. Bloomberg Press.

COSO, Internal Control—Integrated Framework, Disponible en: http://www.coso.org/publications/executive_summary_integrated_framework.htm.

CREDIT SUISSE. (2007). Credit Suisse Index.

DIRECTORSHIP (10 de octubre de 2007), Disponible en: <http://www.directorship.com/homex-joins-governancegroup>.

GERICK, K. E., DAVIS, J. A., HAMPTON, M. M., & LANSBERG, I. (1997). Generation to generation: life cycles of the family business. *Boston: Harvard Business School Press*.

GOMPERS, P. A., ISHII, J. L., & METRICK, A. (2003). Corporate governance and equity prices. *Quarterly Journal of Economics*, 118, n. 1, pp. 107–155.

GRANDMONT, R., GRANT, G., & SILVA, F. (2004). Beyond the numbers—corporate governance: implications for investors. *Deutsche Bank*.

GREGORY, H. J. (2007). *International comparison of selected corporate governance guidelines and codes of best practice*. Nueva York: Weil, Gotshal y Manges.

GLOBAL CORPORATE GOVERNANCE FORUM. *Disponible en: www.gcgf.org*

IBGC, Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (2003). Código das Melhores Práticas de Governança Corporativa. Tercera edición. *Disponible en: www.ibgc.org.br*

IBGC, Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (2006). Governança Corporativa Em Empresas de Controle Familiar. *São Paulo: Saint Paul Institute of Finance*.

IBGC, Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (2005). Uma década de governança corporativa—história do IBGC, marcos e lições da experiência. *São Paulo: Saraiva*.

IFC, Corporación Financiera Internacional (2006). Estudios de Caso de Buenas Prácticas de Gobierno Corporativo: Círculo de Empresas de la Mesa Redonda Latinoamericana de Gobierno Corporativo (2 ed.). *Washington: IFC*.

IFC, Corporación Financiera Internacional (2008). Manual IFC de Gobierno de Empresas Familiares. *Disponible en: [http://www.ifc.org/ifcext/corporategovernance.nsf/AttachmentsByTitle/Family_Business_Second_Edition_Spanish/\\$FILE/Spanish_Family_Business_Final_2008.pdf](http://www.ifc.org/ifcext/corporategovernance.nsf/AttachmentsByTitle/Family_Business_Second_Edition_Spanish/$FILE/Spanish_Family_Business_Final_2008.pdf)*

THE INSTITUTE OF INTERNAL AUDITORS, www.theiia.org.

HOLDERNESS, C. G., & SHEEHAN, D. P. (1988). The role of majority shareholders in publicly held corporations. *Journal of Financial Economics*, 20, pp. 317–346.

JENSEN, M., & MECKLING, W. (1976). Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, 3, pp. 305–360.

LA PORTA, R., LOPEZ-DE-SILANES, F., SHLEIFER, A., & VISHNY, R. (2000). Investor protection and corporate governance. *Journal of Financial Economics*, 58, pp. 3–27.

LEAL, R. P., & CARVALHAL-DA-SILVA, A. L. (2005). Corporate governance and value, in Brazil (and in Chile). Inter-American Development Bank, Latin American Research Network.

LEUZ, C., LINS, K. V., & WARNOCK, F. E. (2008). Do foreigners invest less in poorly governed firms? *ECGI Finance working paper n. 43/2004*.

MCKINSEY GLOBAL INVESTOR OPINION SURVEY ON CORPORATE GOVERNANCE (2002), Disponible en: <http://www.mckinsey.com/client-service/organization-leadership/service/corp-governance/pdf/global-investor-opinions-survey-2002.pdf>.

MITTON, T. (2002). A cross-firm analysis of the impact of corporate governance on the East Asian financial crisis. *Journal of Financial Economics*, pp. 64, 2, 215–241.

NICOLAU, J. E. (2007). Tag along mínimo: vale a pena ir além? *Dissertação (Mestrado em Administração) Instituto Coppead de Administração*.

OCDE, Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos (2004). Principios de Gobierno Corporativo. Disponible en <http://www.oecd.org/dataoecd/47/25/37191543.pdf>.

OCDE, Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos (2008). Using the OECD principles of good governance: a board perspective. Disponible en: <http://www.oecd.org/dataoecd/20/60/40823806.pdf>.

PEREZ-GONZALEZ, F. (2001). Does inherited control hurt firm performance? *Working paper Columbia University*.

POUTZIOURIS, P. Z. (2004). Views of family companies on venture capital: empirical evidence from the UK small to medium-size enterprising economy. *Family Business Review*, 14, n. 3, pp. 277–291.

Informe del Grupo de Alto Nivel de Expertos en Derecho de Sociedades sobre un marco normativo moderno para el Derecho de sociedades en Europa (4 de noviembre de 2002), Bruselas, Disponible en: http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/modern/report_en.pdf.

RUSSEL REYNOLDS ASSOCIATES. (2006). Governance for good or ill. *Europe's Chairmen Report*.

SILVEIRA, A. Di M. da, & BARROS, L. A. (2007). Corporate governance quality and firm value in Brazil.

SILVEIRA, A. Di M. da, LEAL, R. P., CARVALHAL-DA-SILVA, A. L., & BARROS, L. A. (2007). Evolution and determinants of firm-level corporate governance quality in Brazil.

SPENCER STUART. (2006). The changing profile of directors: Spencer Stuart Board Index.

VILLALONGA, B., & AMIT, R. (de próxima publicación). How do family ownership, control, and management affect firm value. *Journal of Financial Economics*.



Referencias

(Fuentes adicionales no citadas en la Guía)

AGGARWAL, R., LEAL, R. P., & HERNANDEZ, L. (1993). The aftermarket performance of initial public offerings in Latin America. *Financial Management*, 22, n. 1, pp. 42–53.

AGRAWAL, A., & KNOEBER, C. (1996). Firm performance and mechanisms to control agency problems between managers and shareholders. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 31, pp. 377–397.

BAI, C.-E., LIU, Q., LU, J., SONG, Z., & ZHANG, J. (2003). Corporate governance and market valuation in China. William Davidson Institute. *Working paper n. 564*.

BARNHART, S., & ROSENSTEIN, S. (1998). Board composition, managerial ownership and firm performance: an empirical analysis. *The Financial Review*, 33, pp. 1–16.

BECHT, M., BOLTON, P., & ROËLL, A. (2002). Corporate governance and control. *ECGI – Finance Working Paper n. 2/2002*.

BEINER, S., DROBETZ, W., SCHMID, M., & ZIMMERMANN, H. (2004). An integrated framework of corporate governance and firm valuation — Evidence from Switzerland. *ECGI Finance Working paper series n. 34/2004*.

BENNEDSEN, M., NIELSEN, K., PEREZ-GONZALES, F., & WOLFENZON, D. (2006). Inside the family firms: the role of families in succession decisions and performance. *SSRN Working paper*.

BERLE, A. A., & MEANS, G. C. (1932). The modern corporation and private property. *Nueva York: Macmillan Publishing*.

BHAGAT, S., & BLACK, B. (2001). The non-correlation between board independence and firm long-term performance. *Journal of Corporation Law*, 27, n. 2, pp. 231–273.

BHAGAT, S., & JEFFERIS, R. (2002). The econometrics of corporate governance studies. *Massachusetts Institute of Technology*.

BOHREN, O., & ODEGAARD, B. A. (2003). Governance and performance revisited. *ECGI Working paper series in Finance n. 28/2003*.

BROWN, L., & CAYLOR, M. (2004). Corporate governance and firm performance. *NBER Working paper*.

CARVALHAL-DA-SILVA, A. L. (2002). A influência da estrutura de controle e propriedade no valor, estrutura de capital e política de dividendos das empresas brasileiras. *Tese (Doutorado em Administração)*. Instituto Coppead de Administração, Universidade Federal do Rio de Janeiro.

CHARKHAM, J. (1994). Keeping good company: a study of corporate governance in five countries. *Oxford University Press*.

- CHO, M. H. (1998). Ownership structure, investment, and the corporate value: an empirical analysis. *Journal of Financial Economics*, 47, pp. 103–121.
- CLAESSENS, S., DJANKOV, S., FAN, J. P., & LANG, L. H. (2002). Disentangling the incentive and entrenchment effect of large shareholdings. *Journal of Finance*, 57, n. 6, pp. 2741–2771.
- CLAESSENS, S., KLINGEBIEL, D., & LUBRANO, M. (2001). Corporate governance reform issues in the Brazilian equity markets. *World Bank Working paper*.
- CRONQVIST, H., & NILSSON, M. (2003). Agency costs of controlling minority shareholders. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 38, pp. 695–719.
- DALLAS, G. (2004). Governance and risk. *McGraw Hill*.
- DE CARVALHO, A. G. (2002). Governança corporativa no Brasil em perspectiva. *Revista de Administração*, 37, n. 3, pp. 19–32.
- DE CARVALHO, A. G., & PENNACCHI, G. G. (2007). Can a stock exchange improve corporate behavior? Evidence from firm's migration to premium listings in Brazil. *Working paper*.
- DEMSETZ, H., & VILLALONGA, B. (2001). Ownership structure and corporate performance. *Journal of Corporate Finance*, 7, pp. 209–233.
- DENIS, D., & MCCONELL, J. (2003). International corporate governance. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 38, n. 1, pp. 1–36.
- DROBETZ, W., SCHILLHOFER, A., & ZIMMERMANN, H. (2003). Corporate governance and expected stock returns: evidence from Germany. *ECGI Finance Working Paper n. 11/2003*.
- DURNEV, A., & KIM, E. H. (2005). To steal or not to steal: firm attributes, legal environment, and valuation. *Journal of Finance*, 60, n. 3, pp. 1461–1493.
- DUTRA, M. G., & SAITO, R. (2002). Conselhos de Administração: análise de sua composição em um conjunto de companhias abertas brasileiras. *Revista de Administração Contemporânea*, 6, n. 2, pp. 9–27.
- FACCIO, M., LANG, L. H., & YOUNG, L. (2001). Dividends and expropriation. *American Economic Review*, 91, pp. 54–78.
- GOLDMAN SACHS JBWERE. (2006). Good corporate governance = good investment returns. *Research Report*.
- GORDON, E. A., HENRY, E., & PALIA, D. (2004). Related party transactions: associations with corporate governance and firm value. *EFA Maastricht paper n. 4377*.
- GUERRA, S., FISCHMANN, A., & MACHADO FILHO, C. P. (2009). An agenda for board research. *Corporate Ownership & Control*, 6, n. 6.
- HIMMELBERG, C., HUBBARD, G., & LOVE, I. (2004). Investor protection, ownership and the cost of capital. *World Bank Policy Research Working Paper n. 2834*.
- HIMMELBERG, C., HUBBARD, G., & PALIA, D. (1999). Understanding the determinants of managerial ownership and the link between ownership and performance. *Journal of Financial Economics*, 53, n. 3, pp. 353–384.



- JENSEN, M. (2001). A theory of the firm: governance, residual claims, and organizational forms. *Boston: Harvard University Press.*
- JOHNSON, S., LA PORTA, R., LOPEZ-DE-SILANES, F., & SHLEIFER, A. (2000). Tunneling. *American Economic Review*, 40, pp. 22–27.
- KLAPPER, L. F., & LOVE, I. (2004). Corporate governance, investor protection, and performance in emerging markets. *Journal of Corporate Finance*, 10, n. 5, pp. 703–728.
- KRAAKMAN, R., DAVIES, P., HANSMAN, H., HERTIG, G., HOPT, K., KANDA, H., ROCK, E. (2004). The anatomy of corporate law. *Oxford University Press.*
- LA PORTA, R., LOPEZ-DE-SILANES, F., & ZAMARRIPA, G. (2003). Related lending. *The Quarterly Journal of Economics*, pp. 231–267.
- LA PORTA, R., SHLEIFER, A., & LOPEZ-DE-SILANES, F. (1999). Corporate ownership around the world. *Journal of Finance*, 54, pp. 471–517.
- LA PORTA, R., SHLEIFER, A., LOPEZ-DE-SILANES, F., & VISHNY, R. (1998). Law and finance. *Journal of Political Economy*, 106, n. 6, pp. 1113–1155.
- LEAL, R. P. (2004). Governance practices and corporate value: a recent literature survey. *Revista de Administração de Empresas da USP — RAUSP*, 39, n. 4, pp. 327–337.
- LEAL, R. P., CARVALHAL-DA-SILVA, A. L., & VALADARES, S. M. (2002). Estrutura de Controle e Propriedade das Companhias Brasileiras de Capital Aberto. *Revista de Administração Contemporânea*, 6, n. 1, pp. 7–18.
- LOMBARDO, D., & PAGANO, M. (2000). Law and equity markets: a simple model. *Stanford Law and Economics OLI Working paper n. 194 and University of Salerno Working Paper n. 25.*
- MING, J. J., & WONG, T. J. (2003). Earnings management and tunneling through related party transactions: evidence from Chinese corporate groups. *EFA Annual Conference Paper n. 549.*
- MONKS, R., & MINOW, N. (2003). Corporate Governance. *Oxford: Blackwell Publishers.*
- MORCK, R. K., STANGELAND, D. A., & YEUNG, B. (2000). Inherited wealth, corporate control, and economic growth. The Canadian disease? In: R. K. MORCK, *Concentrated corporate ownership*. University of Chicago Press. pp. 319–369.
- NENOVA, T. (2001). Control values and changes in corporate law in Brazil. *World Bank Working Paper.*
- OKIMURA, R. T., SILVEIRA, A. Di M. da, & ROCHA, K. C. (2004). Estrutura de propriedade e desempenho corporativo no Brasil. *XXVIII ENANPAD Encontro Nacional da ANPAD.*
- OMAN, C., & BLUME, D. (2005). Corporate governance: the development challenge. *eJournal.*
- USA: Perspectivas Econômicas.
- PALIA, D., & RAVID, S. A. (2002). The role of founders in large companies: entrenchment or valuable human capital? *Rutgers University Working paper.*



SAITO, R. (2001). Repurchase rules and expropriation of minority shareholders: evidence from Brazil. XXV ENANPAD Encontro Nacional da ANPAD.

SAITO, R., & SILVEIRA, A. Di M. da (2008). The importance of tag-along rights and identity of controlling shareholders for the price spreads between dual-class shares: the Brazilian case.

SANTOS, R. L., & SILVEIRA, A. Di M. da (2007). Board interlocking in Brazil: directors' participation in multiple companies and its effect on firm value.

SHLEIFER, A., & VISHNY, R. (1997). A survey of corporate governance. *Journal of Finance*, 52, n. 2, pp. 737–783.

SHLEIFER, A., & VISHNY, R. (1986). Large shareholders and corporate control. *Journal of Political Economy*, 94, pp. 461–488.

SIFFERT FILHO, N. (1998). Governança corporativa: padrões internacionais e evidências empíricas no Brasil nos anos 90. *Revista do BNDES*, 5, n. 9, pp. 123–146.

SILVEIRA, A. Di M. da (2006). Governança corporativa e estrutura de propriedade. *São Paulo: Saint Paul Institute of Finance*.

SILVEIRA, A. Di M. da (2005). Governança corporativa, desempenho e valor da empresa no Brasil. *São Paulo: Saint Paul Institute of Finance*.

SILVEIRA, A. Di M. da, & BARROS, L. A. (2004). Determinants of corporate governance quality in Brazilian listed companies. *IV Meeting of the Brazilian Finance Society*. Rio de Janeiro.

SILVEIRA, A. Di M. da, & DIAS, A. L. (2008). Impact of the announcement of disputes between controlling and minority shareholders on share prices in Brazil.

SILVEIRA, A. Di M. da, YOSHINAGA, C. E., & BORBA, P. F. (2005). Crítica à teoria dos stakeholders como função-objetivo corporativa. *Caderno de Pesquisas em Administração da USP*, 12, n. 5, pp. 33–42.

SIQUEIRA, T. V. (1998). Concentração da propriedade nas empresas brasileiras de capital aberto. *Revista do NDES*, 5, n. 10, pp. 37–62.

SROUR, G. (2002). Práticas diferenciadas de governança corporativa: um estudo sobre a conduta e a performance das firmas brasileiras. *II EBFIN*. Rio de Janeiro.

VALADARES, S. M. (1998). Três ensaios sobre mercado por controle no Brasil. *Tese (Doutorado em Economia) Pontifícia Universidade Católica*. Rio de Janeiro.

VALADARES, S. M., & LEAL, R. P. (2000). Ownership and control structure of Brazilian companies. *Abante: Studies in Business Management*, 3, n. 1, pp. 29–56.

VIEGAS, L. (2005). Corporate governance in Brazilian non-listed companies: challenges and opportunities. *OECD International Meeting on Corporate Governance on Non-Listed Companies*. Estambul.

Acciones con derecho de voto: Acciones que confieren al titular el derecho de votar sobre asuntos referidos a políticas de la empresa — incluyendo la elección de los miembros del directorio.

Acciones libremente disponibles para la venta en el mercado (*free-float*): Porción de acciones negociadas en el mercado que aportan liquidez a las acciones. No pertenecen a grandes accionistas ni forman parte de las acciones en tesorería.

Acciones ordinarias: Acciones que representan una participación en la empresa y que confieren a sus titulares, derechos de voto y el derecho a participar de los ingresos residuales de la empresa, a través de dividendos y/ o la revalorización del capital.

Acciones preferidas: Acciones que representan una participación en una empresa con derechos de preferencia sobre otras, respecto del pago de dividendos y la distribución de activos en caso de disolución. En general, este tipo de acciones no confiere derechos de voto.

Acciones sin derecho de voto: En general, los titulares de esta clase de acciones no poseen derecho de voto en las asambleas ordinarias, excepto en algunos asuntos de extrema importancia. Generalmente, los titulares de este tipo de acciones poseen derechos preferentes para el cobro de dividendos.

Accionistas mayoritarios: Accionistas titulares de una porción suficiente del capital con derecho de voto de una empresa —en general, $\geq 30\%$ —, como para controlar la composición del directorio.

Accionistas minoritarios: Accionistas con una participación minoritaria (generalmente $< 5\%$) en una empresa controlada por un accionista mayoritario.

Accionistas: Titulares de acciones emitidas por la empresa.

Acta constitutiva: Documento oficial presentado al organismo gubernamental correspondiente del país donde se constituye la empresa. El acta presenta el objetivo de la empresa, sus facultades lícitas, los títulos valores que está autorizada a emitir y los derechos y obligaciones de los accionistas y directores.

Acuerdo de accionistas: Documento escrito que regula la relación entre los accionistas y define la forma de control y administración de la empresa. El acuerdo ayuda a armonizar los objetivos de los accionistas mayoritarios para salvaguardar los intereses comunes.

Adquisición hostil: Intento persistente de comprar una empresa después de que la empresa objetivo de la compra ya ha rechazado la oferta; o situación en la que el oferente hace su oferta sin que medie notificación previa al directorio de dicha empresa objetivo.

Adquisición: Compra de una empresa que cotiza en bolsa (empresa objetivo) por parte de otra empresa (el comprador u oferente).

Adquisición: Ganar el control de otra empresa a través del intercambio o la compra de acciones. Una adquisición puede ser amistosa u hostil.

Asamblea ordinaria (asamblea anual de accionistas) (AGM, por sus siglas en inglés): Reunión celebrada, generalmente, al final de cada ejercicio económico, en la que la gerencia y los accionistas debaten sobre el ejercicio anterior y las perspectivas para el futuro. Además, durante la asamblea, se eligen directores y se abordan otros temas de interés para los accionistas. La asamblea ordinaria es la principal oportunidad con que cuentan los accionistas para elevar



sus preocupaciones directamente al directorio de la empresa y para ejercer sus derechos de voto y decisión.

Audidores independientes: Profesionales de una empresa de auditoría externa que deben supervisar los informes financieros. Para dar una opinión imparcial y objetiva de la situación patrimonial de la empresa, es necesario que no posean ningún interés personal en los estados contables.

Auditoría interna: Valoración de la solidez financiera de las operaciones de la empresa realizada por sus propios empleados. Los empleados que desempeñan esta función se denominan auditores internos.

Auditoría: Evaluación y verificación de los registros contables y financieros de la empresa y de otros documentos de respaldo, realizada por un profesional externo independiente.

Beneficios económicos (ganancia residual): Ganancia percibida tras la deducción de los costos del total del capital invertido. Los beneficios económicos equivalen a las utilidades operativas después del impuesto a las ganancias menos los costos del capital invertido.

Bloque de control: Grupo que combina las acciones de la empresa que representan la mayoría de aquellas que confieren derecho a voto.

Capitalización de mercado: Valor de mercado de la empresa, determinado al multiplicar el número de acciones en circulación por su precio de mercado.

Certificados estadounidenses de depósitos en custodia (ADR, por sus siglas en inglés): Título valor emitido por un banco estadounidense en representación de las acciones extranjeras que conserva ese banco, a los fines de facilitar las operaciones con estas acciones en los mercados estadounidenses.

Código de conducta/ética: Código desarrollado y aprobado por las organizaciones para definir el curso de acción a seguir en situaciones específicas o potencialmente delicadas.

Comisión Nacional Bancaria y de Valores (CNBV): Comisión Nacional de Valores de México.

Comisión Nacional de Rescate de Valores (CNRV o Conasev): Comisión Nacional de Valores del Perú.

Comisión Nacional de Valores de EE. UU. (SEC, por sus siglas en inglés): Organismo estadounidense facultado para regular los mercados financieros de EE. UU. con el fin de proteger a los inversores. Todas las empresas que cotizan en mercados de valores estadounidenses deben cumplir con las normas y regulaciones de la SEC.

Comissão de Valores Mobiliários (CVM): Comisión Nacional de Valores de Brasil.

Comité de auditoría: Comité conformado por el directorio que, generalmente, es responsable de supervisar la exposición y divulgación de información financiera y de otro tipo a las partes interesadas. Habitualmente, el comité es responsable de elegir la firma de auditoría para la empresa, que debe ser aprobada por el directorio/ los accionistas.

Comités del directorio: Comisiones integradas por miembros del directorio creadas para asistirlo en el análisis de asuntos específicos, fuera de las reuniones ordinarias celebradas por el directorio.

Composición accionaria: La distribución de las acciones de la empresa entre los accionistas.

Conflicto de interés: Ocurre cuando una persona o grupo no tiene una postura independiente respecto del asunto tratado y puede influenciar o tomar decisiones motivada por intereses que podrían diferir de los de la organización. Fuente: Código das Melhores Práticas de Governança Corporativa, IBGC, São Paulo, 2004. (Código de Mejores Prácticas de Gobierno Corporativo, publicado por el Instituto Brasileiro de Gobierno Corporativo, el IBGC — www.ibgc.org.br).

Consejo de Administración: ver “Directorio.”

Conflictos de agencia: Problemas que pueden surgir cuando un representado contrata a un agente para que actúe en su nombre, facultándolo para tomar decisiones.

Consejo familiar: Foro organizado para que los miembros de una familia se reúnan y debatan sobre la situación actual y futura del negocio familiar. Los miembros pueden estar involucrados directamente en las operaciones diarias de la empresa o no. Es un espacio para generar unidad y coherencia a través de una visión compartida de los principios fundamentales de la familia y de separar la administración profesional de la empresa de los asuntos familiares personales.

Consejo fiscal: Entidad corporativa definida por las normas brasileñas. El consejo, integrado por miembros elegidos por la asamblea ordinaria, debe analizar, revisar y aprobar los estados contables de la empresa. En otros países de América Latina, existen normas que exigen la creación de entidades similares como parte del sistema de gobierno.

Costo de deuda: Costo de los fondos tomados en préstamo a las tasas vigentes de mercado.

Costo de los fondos propios: Tasa de rendimiento mínima que una empresa debe ofrecer a sus propietarios — como compensación por las demoras en el retorno de la inversión y por los riesgos asumidos.

Costo del capital: Tasa de rendimiento esperada que requiere el mercado para captar financiamiento para una determinada inversión.

Costos de agencia: Costos en que incurre una organización por problemas derivados de la divergencia de intereses entre la gerencia y los accionistas. En general, pueden dividirse en dos categorías, según su origen: costos inherentes a la contratación de un representante o agente (Ej. el riesgo de que los representantes utilicen recursos de la organización en su propio beneficio) y costos derivados de las técnicas utilizadas para mitigar los problemas asociados al uso de un agente (Ej. costos derivados de la elaboración de estados contables o del ejercicio de opciones sobre acciones para alinear los intereses de ejecutivos y accionistas).

Cumplimiento: Observar y adherirse a normas y reglamentos. En general, cumplimiento significa ajustarse a una especificación o política (interna o externa), norma o ley que ha sido claramente definida.

Departamento de Relaciones con el Inversor: Departamento de comunicación corporativa de la empresa. Esta división se especializa en la divulgación y la gestión de información en las comunicaciones entre la empresa y la comunidad de inversores — tanto para empresas que cotizan en bolsa como para las que no.

Derecho de acompañamiento (tag-along rights, en inglés): Si un accionista mayoritario vende su participación, los accionistas minoritarios tendrán derecho a acompañar la venta y vender sus acciones de acuerdo con las mismas condiciones que los accionistas mayoritarios.



Este derecho protege a los accionistas minoritarios y es un aspecto estándar de los acuerdos de accionistas.

Derecho de voto acumulativo: Sistema de votación que otorga mayores facultades a los accionistas minoritarios al permitirles emitir todos sus votos en favor de un único candidato a ocupar el puesto de director. Este sistema difiere de la votación ordinaria o reglamentaria, que exige a los accionistas votar por candidatos distintos para cada vacante a cubrir o repartir sus votos entre un número determinado de candidatos.

Derechos de flujo de efectivo: Derecho de los accionistas a recibir una porción específica de las ganancias de la empresa. La empresa determina estos derechos en base a la inversión realizada por los accionistas y a sus tenencias en las distintas clases de acciones.

Derechos de los accionistas: Derechos que surgen de la titularidad de acciones. Existen dos clases: derechos de voto y derechos sobre el flujo de efectivo.

Derechos de voto: Derecho de votar en asambleas de accionistas sobre asuntos importantes para la empresa.

Director: entiéndase “Consejero”.

Director ejecutivo (CEO, por sus siglas en inglés): Autoridad de mayor jerarquía en la empresa que responde al directorio. El director ejecutivo está a cargo de las decisiones a corto plazo, mientras que el directorio se ocupa de fijar los objetivos a largo plazo.

Director independiente: Persona cuyo único vínculo profesional, familiar o financiero con la empresa, su presidente, director ejecutivo u otra autoridad es su posición de director. Ver definición del término de la IFC en el Anexo 4.

Director principal: Director independiente que debe contrarrestar el poder del director ejecutivo y garantizar el cumplimiento de las obligaciones de supervisión del directorio. En general, este puesto se crea cuando una misma persona ocupa los cargos de director ejecutivo y presidente del directorio.

Directorio: Entiéndase “Consejo de Administración”, “Junta Directiva” o “Directorio Ejecutivo”. Conjunto de individuos elegidos por los accionistas de una empresa para que definan la visión y la misión corporativa, fijen estrategias y supervisen la administración de la empresa. El directorio debe elegir al director ejecutivo (CEO), definir el paquete remunerativo para funcionarios o autoridades y fijar los objetivos a largo plazo de la empresa.

Directorio Ejecutivo: ver “Directorio”.

Divulgación: Difusión pública de material e información sensible al mercado según los requerimientos de una entidad reguladora o de contratos auto-regulatorios. Es uno de los principales principios del gobierno corporativo.

Empresas familiares: Sociedades o proyectos en que los accionistas mayoritarios pertenecen a una misma familia o grupo familiar.

Equidad: Respeto por los derechos de todos los accionistas. Uno de los principios del gobierno corporativo.

Estatuto: Documento escrito que contiene el reglamento interno de la empresa aprobado por el directorio o los accionistas. Regula aspectos como la elección de directores, la transferencia de acciones y las obligaciones de los funcionarios o autoridades.

Gestión Basada en el Valor (VBM, por sus siglas en inglés): Enfoque de gestión que garantiza que las empresas se administren en función del valor (generalmente, maximizando el valor para los accionistas). Los 3 elementos de este tipo de gestión son: *crear valor* —cómo la empresa puede aumentar o optimizar la creación de valor futuro, similar a la estrategia—; *gestión para el valor* —gobierno, cambio de gestión, cultura empresarial, comunicación y liderazgo—; *medición del valor* —valoración.

Gestión de riesgo: Proceso para analizar la exposición de la empresa a riesgos y determinar el mejor enfoque para enfrentarlos adecuadamente.

Indicador Q de Tobin: Indicador del valor de mercado de una empresa utilizado habitualmente en la bibliografía académica. Se calcula dividiendo el valor de mercado de los activos de una empresa por su costo de reposición. El indicador recibió su nombre por el premio Nobel de Economía James Tobin, economista de la Universidad de Yale.

Índice de liquidez: Creado por los mercados de valores para ofrecer una indicación general del porcentaje del volumen de un valor negociado con respecto al volumen total de los valores negociados en el mismo período.

Índice de pago (dividendo por acción/ganancias por acción): Medida de los dividendos pagados por la empresa en base a sus ingresos netos.

Índice Standard & Poors 500 (S&P500): Índice de las 500 empresas estadounidenses más grandes, responsables del 85% del valor en dólares de todas las acciones cotizadas en el Mercado de Valores de Nueva York (el NYSE). El índice ofrece una medida global del desempeño general del mercado de valores estadounidense.

Interesado (Stakeholder, en inglés): Persona u organización que posee un interés legítimo sobre un proyecto o empresa. En un sentido más amplio, se refiere a proveedores, acreedores, clientes, empleados y a la comunidad local todas las partes afectadas por las actividades y acciones de la empresa.

Inversor: entiéndase “Inversionista”

Junta Directiva: ver “Directorio”

Ley Sarbanes-Oxley: Ley estadounidense que aumentó las restricciones referidas a la exposición de la información financiera de las empresas, introdujo un consejo federal de supervisión contable y responsabilidad penal para los ejecutivos que falseen cuentas.

Margen EBITDA (EBITDA/ganancias operativas): Parámetro para medir la rentabilidad que indica el margen de rendimiento de las utilidades de una empresa antes de intereses, amortización y depreciación.

Memoria (o Memoria Anual o Reporte Anual): Publicación anual de las empresas dirigida a sus accionistas y demás partes interesadas. Este documento contiene información referida a los resultados financieros y al desempeño general de la empresa durante el ejercicio anterior, además de comentarios sobre las perspectivas futuras.



Normas contables aplicables (ver también Principios Contables Generalmente Aceptados, GAAP): Conjunto de normas, convenciones, estándares y procedimientos, fijado por entidades fijadoras de estándares contables, para la exposición de la información financiera.

Novo Mercado: Segmento brasileño de cotización diseñado para acciones emitidas por empresas que, voluntariamente, se rigen por requerimientos de transparencia y prácticas de gobierno corporativo adicionales a los requeridos por las leyes de Brasil y la CVM. Para cotizar en el Novo Mercado, el capital social de una empresa debe estar representado únicamente por acciones ordinarias con derecho de voto.

Oficina de administración familiar: Conjunto de servicios financieros diseñados para familias con activos complejos y de gran magnitud. La oficina protege los derechos de los miembros con una independencia absoluta por medio de la administración óptima y la coordinación integral de los elementos individuales que componen la fortuna. La oficina puede servir como herramienta para implementar planes más amplios de sucesión, liderazgo y gobierno.

Opciones sobre acciones: Acuerdos o privilegios que otorgan el derecho a comprar o vender bienes o títulos específicos a un precio y en una fecha determinados. Las más comunes son las opciones de compra —el derecho a comprar una cantidad específica de títulos de crédito al precio determinado y antes de, o a la fecha determinada, para el ejercicio de la opción— y las opciones de venta — el derecho a vender una cantidad específica de títulos de crédito al precio determinado y antes de, o a la fecha determinada, para el ejercicio de dicha opción.

Partes vinculadas: Una sociedad controlada, un socio de una *joint venture*, un miembro de la familia o una sociedad controlada por o asociada con cualquiera de las personas vinculadas.

Píldora venenosa (Poison pill, en inglés): Recurso diseñado para evitar una adquisición hostil por medio del aumento del costo de adquisición. En general, se logra con la emisión de nuevas acciones preferidas con disposiciones estrictas de rescate.

Políticas para la negociación de acciones: Condiciones específicas que deben cumplir los miembros de la empresa —generalmente, sus directores y autoridades— al negociar las acciones de la empresa.

Presidente del Directorio: Director de mayor jerarquía dentro del directorio. El presidente es responsable de preparar el orden del día y de garantizar que las actividades de la empresa contemplen los derechos e intereses de todos los accionistas.

Principios Contables Generalmente Aceptados (GAAP, por sus siglas en inglés): Normas, convenciones y estándares contables para empresas estadounidenses, fijados por el Consejo de Normas de Contabilidad Financiera (el FASB, por sus siglas en inglés).

Principios de gobierno corporativo de la OCDE: Principios de gobierno corporativo definidos por la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos.

Promedio Ponderado del Costo Capital (WACC, por sus siglas en inglés): Medida del rendimiento de una posible inversión. Incluye el costo de deuda y capital, ponderado en función de su aporte relativo al total de los costos, en proporción al financiamiento total y el costo de los pagos relacionados de intereses o dividendos

Propiedad concentrada: Forma de participación en la que un único accionista (o un grupo reducido de accionistas, unidos por medio de un acuerdo) posee la mayoría de las acciones con derecho de voto de una empresa.

Propiedad dispersa: Estructura de propiedad que no posee un bloque de control de accionistas. Los paquetes accionarios están diseminados y en manos de muchos accionistas, cada uno de los cuales posee únicamente un porcentaje reducido de acciones — por lo que ninguno puede tomar decisiones corporativas unilateralmente.

Propiedad pulverizada: Estructura de participación accionaria que no posee accionistas mayoritarios.

Protocolo o constitución familiar: Pautas sobre los derechos y obligaciones de los miembros de una familia que participarán de los recursos familiares, en especial los relacionados con las empresas en que se ha invertido.

Ratio corriente (activo corriente/pasivo corriente): Parámetro de medición de la solvencia de la empresa a corto plazo — su capacidad para pagar sus obligaciones a corto plazo.

Ratio de acciones: Índice diseñado para medir la demanda de los accionistas respecto de las ganancias (flujo de dinero por acción) y del capital social (valor contable por acción) de una empresa.

Ratio de deuda (deuda financiera corriente + a largo plazo / total de activos): Parámetro para medir la relación de endeudamiento a largo plazo de la empresa.

Ratio de solvencia (EBIT/cargos por intereses): Medición de la capacidad de una empresa para pagar sus cargos por intereses en un período determinado.

Ratio precio/ganancias (PE, por sus siglas en inglés): Parámetro de medición del valor relativo de una empresa. Se determina dividiendo el precio actual de la acción por las ganancias proyectadas para cada acción.

Ratio Precio/Valor Contable (PBV, por sus siglas en inglés): Parámetro de medición del valor relativo de una empresa. Se determina dividiendo el precio actual de la acción por el valor contable de las acciones.

Reglamento del directorio: Documento que detalla las funciones, responsabilidades y actividades del directorio y sus comités.

Rendimiento de dividendos: Proporción entre los dividendos anualizados y el precio de una acción. En general, los rendimientos de los dividendos se utilizan para medir la rentabilidad de una acción.

Rentabilidad financiera (ROE, por sus siglas en inglés): Utilidad neta/valor contable del patrimonio. Un parámetro para medir la rentabilidad que indica porcentualmente el rendimiento del capital invertido por los accionistas.

Responsabilidad: Obligación que tiene el directorio con los accionistas y demás partes interesadas, respecto del desempeño y las acciones de la empresa. Significa ser responsable por todos los actos realizados por la gerencia de la empresa — que deben ser comunicados a las partes interesadas.

Segmentos especiales de cotización del BOVESPA — Niveles 1 y 2: Segmentos de cotización diseñados para negociar acciones emitidas por empresas que, voluntariamente, se comprometen a ajustarse a otras prácticas de gobierno y requerimientos de transparencia, además de los exigidos por las leyes de Brasil y la CVM.



Sesiones ejecutivas: Porción de la reunión del directorio que excluye al director ejecutivo o a otro ejecutivo.

Sociedad controlada: Empresa cuyas acciones con derecho de voto pertenecen, en su mayoría, a una única persona física o jurídica.

Superintendencia Financiera de Colombia (Superfinanciera): Comisión Nacional de Valores de Colombia.

Teoría de la agencia: Marco teórico utilizado para describir la relación de poder y los derechos entre una persona (el representado), que contrata a otra (el representante o agente) para que actúe en su nombre.

Transparencia: Principio de gobierno corporativo de publicar y divulgar información pertinente sobre los intereses de los accionistas.

Valor Económico Agregado (EVA®): Parámetro financiero de medición que calcula los beneficios económicos reales tras la aplicación de ajustes contables para deducir el costo de oportunidad del capital social. La medición obtiene el valor creado, por encima del rendimiento requerido, para los accionistas de la empresa.

Volumen diario de acciones negociadas: Volumen de un determinado paquete accionario que se negocia cada día en el mercado financiero.

Voto por poder (Proxy, en inglés): Boleta por medio de la cual los accionistas pueden emitir su voto respecto de acciones corporativas, sin asistir personalmente a la asamblea ordinaria.

Índice terminológico

A

Acciones

Ordinarias 28, 67, 105, 167
sin derecho a voto 21, 106, 186
preferenciales o preferidas 28, 105, 182
con derecho a voto 101, 106, 170
libremente disponibles para la venta en el mercado 67

Accionistas

Mayoritarios 18, 21, 22, 27, 38, 39, 41, 45, 47, 75, 92, 99, 105, 107, 108, 127, 128, 146, 157, 164, 167, 169, 172
Minoritarios 18, 21, 22, 23, 38, 54, 67, 99, 104, 107, 115, 126, 131, 169, 170, 200
Acuerdo entre accionistas 101, 144
Argos 14, 56, 78, 86, 164, 165
Asamblea familiar 137, 140
Asamblea ordinaria (asamblea anual de accionistas) 98, 99, 103, 116
Atlas 32, 58, 111, 117, 178
Auditor externo 66, 79, 108, 111, 164
Auditoría interna 79, 108, 109–111, 132

B

BM&FBOVESPA 15, 19, 21, 22, 23, 42, 43, 46, 54, 68, 76, 77, 101, 102, 105, 106, 118, 133, 159, 162, 169, 172
BOVESPA 149
Buenaventura 13, 14, 29, 41, 46, 74, 76, 77, 78, 88, 93, 112, 114, 133, 142

C

Calificación 15, 20, 55
Capitalización de mercado 15, 127, 167, 184, 196,
Cartera del Círculo de Empresas 188
CCR 18, 31, 54, 87, 107–108, 166–167
Códigos de conducta/ética 47, 55, 61, 67, 68
Comité de auditoría 55, 58, 68, 78, 81, 108, 110–113, 114
Comités 31, 67, 72, 76, 76–81, 81, 83, 89, 158, 161, 162, 171
Comités del directorio 44, 74, 86, 93, 172
Composición del directorio 73, 121
Comunicación 31, 46, 97, 115–121, 136, 161, 164, 166

Comité de nominación 72

Compensación 78, 79

CONASEV-Comisión Nacional Supervisora de Empresas y Valores 59, 172

Confederación de primos 134

Conflicto de intereses 75, 91, 107–108

Consejo de Administración (ver directorio)

Consejo familiar 137

Consejo fiscal 67, 81, 85, 158, 162

Consejo fiscal refinado o turbinado 81

Constitución familiar 139

Controles internos 32, 53, 68, 77, 79, 108–111, 112, 132, 159, 170, 198

Co-presidente del directorio 27

Costo del capital 6, 12, 13, 19, 118, 177, 179, 180, 182, 183–184

CPFL 16, 17, 21, 40, 43, 46, 67, 77, 78, 83, 88–90, 97, 158–160, 161–162, 171

Crisis financiera 3, 177, 178, 188, 192–197

Cumplimiento 21, 57, 67, 108, 112, 158, 159, 161, 165

CVM 73

D

Derecho de acompañamiento 25, 53, 104–106, 169, 200

Derechos de los accionistas 53, 61, 65, 67, 98, 126, 167, 182, 186

Desempeño de las acciones 127, 195, 197, 198

Director ejecutivo 29, 30, 40, 41, 55, 57, 60, 68, 70, 76, 78, 85, 87–97, 97, 104, 111, 114, 117, 119, 120, 130, 133, 142, 158, 159, 163, 200

Director ejecutivo (papel de) 25

Director independiente 44, 59, 67, 75–76, 91, 141, 163, 172, 186

Director líder 93

Directorio 21, 32, 41, 42, 57, 65, 66, 67, 77, 78, 87–91, 94, 102, 103, 107, 111, 114, 136, 139, 140, 161, 162

Divulgación de información 53, 61, 65, 66, 68, 89, 112–114, 118, 119, 162, 170, 172, 189, 198

E

Embraer 101–102, 162–163

Empresa familiar 24, 25, 29

Entorno de control 61, 65, 66, 109–112, 132, 177

Equidad 115–116, 126

Escándalos corporativos 71

Estándares de contabilidad 166

Estatuto 40, 68, 74, 86, 102, 105, 129

Estructura del capital 16, 18, 19, 28, 163

Estructura de participación/propiedad 19, 21, 22, 38, 101, 129, 132, 179

EVA (ver Valor Económico Agregado)

Evaluación del directorio 83–86, 86

F

Ferreyros 25, 40, 44, 54, 60, 68–69, 77, 85, 86, 95, 99, 111, 134, 165, 171

Free-float (ver Acciones libremente disponibles para la venta en el mercado)

G

GAAP-Generally Accepted Accounting Principles (ver Principios Contables Generalmente Aceptados)

Gestión Basada en el Valor 89–90, 97

Gestión del desempeño 97

Grupos o individuos interesados 11, 21, 46, 47, 59, 62, 66, 68, 90, 94, 109, 114–115, 139, 142, 156, 162, 164, 172, 198, 200

H

Homex 28, 114, 128–129, 171, 198

I

IBGC 79

IFC 56, 84, 127, 136

Indicadores del mercado 105, 184–185, 192

Indicadores operativos 6, 179, 180–182, 192

Índice de pago (dividendo por acción/ganancias por acción) 180, 182

Instituciones de gobierno familiar 132, 135–136, 139

ISA 18, 79, 103, 161

J

Junta Directiva (ver directorio)

M

Manual IFC de Gobierno de Empresas Familiares 136

Marcopolo 91, 93, 97, 100, 142–143, 156

Matriz de progresión del gobierno corporativo de la IFC 84

Memoria (o Memoria Anual) 68, 98, 99, 116

Mesa Redonda Latinoamericana de Gobierno Corporativo 56, 104

Miembro del directorio 96

N

Natura 27, 42, 69–70, 118–119, 157

NET 21, 40, 46, 52, 81, 83, 85, 106, 119, 165–166, 169, 172–173

Niveles 1 y 2 de los segmentos de cotización especial de gobierno corporativo de BOVESPA 15, 19, 23, 46, 54, 105, 106, 172

Novo Mercado 15, 22, 42, 43, 46, 68, 77, 101, 102, 107, 118, 166

NYSE 21, 66, 115, 133, 159, 162, 169

O

OCDE 44, 56, 59, 61, 104, 113

Oficina familiar 136

P

PBV (ver Ratio Precio/Valor Contable)

Planificación de la sucesión 26, 68, 94–96, 132, 142

Precio de las acciones 105, 113, 186, 187, 198

Presidente 78, 86, 91–93, 142

Presidente del directorio 24, 55, 58, 74, 88, 105, 128, 159, 163

Principios de Gobierno Corporativo de la OCDE 71, 75, 83, 113

Principios Contables Generalmente Aceptados 55, 166

Propiedad concentrada 98, 126

Propiedad dispersa 28, 75, 98

R

Ratio corriente (activo corriente/pasivo corriente) 180, 194

Ratio de deuda 180, 182, 195, 197

Ratio de solvencia (EBIT/cargos por intereses) 180, 193

Ratio precio/ganancias 184

Ratio Precio/Valor Contable 184

Relación entre Presidente/Director Ejecutivo 91

Relaciones con los inversores 46, 117–120, 167

Remuneración 29, 39, 42, 96, 111

Rendimiento de las acciones 127, 195, 197, 198

Rentabilidad financiera 180–181

Reporte Anual (ver Memoria)

Responsabilidad 31, 32, 45, 60, 68, 72, 79,
116, 126, 146
Reunión familiar 137
ROE (ver Rentabilidad financiera)

S

Sarbanes-Oxley 21, 68, 112, 158, 198
SEC-Securities Exchange Commission 78,
81, 114
Sistemas de monitoreo 96
Sociedad de hermanos 134, 137, 139
Sostenibilidad 12, 26, 27, 28, 65, 88, 101,
128, 149
Suzano 23, 26, 40, 47, 106, 125, 163, 169,
171, 178

T

Tag-along (ver Derecho de Acompañamiento)
Teoría de la agencia 38
Transparencia 18, 28, 44, 46, 54, 61, 65, 67,
107, 111, 112–117, 115–117, 126, 131,
137, 167, 172, 198

U

Ultrapar 25, 30, 48, 91, 96, 105, 132, 169

V

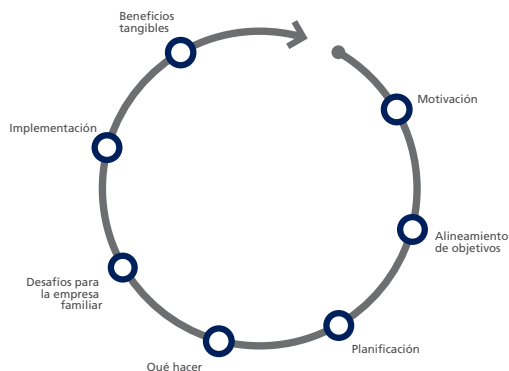
Valor Económico Agregado 31, 96, 182–183
VBM (ver Gestión Basada en el Valor)
Volumen diario de acciones negociadas 184



Círculo de Empresas de la Mesa Redonda Latinoamericana de Gobierno Corporativo

www.oecd.org/daf/companiescircle

Buenaventura www.buenaventura.com	ISA www.isa.com.co
Cementos Argos www.argos.com.co	Marcopolo www.marcopolo.com.br
CCR www.ccrnet.com.br	Natura www.natura.net
CPFL Energia www.cpfl.com.br	NET www.netservicos.com.br
Embraer www.embraer.com	Suzano Papel e Celulose www.suzano.com.br
Ferreyros www.ferreyros.com.pe	Ultrapar www.ultra.com.br
Homex www.homex.com.mx	



El Círculo de Empresas es un grupo selecto de compañías latinoamericanas que han demostrado su liderazgo en la promoción de mejoras en la práctica del gobierno corporativo en toda la región. Esta *Guía Práctica de Gobierno Corporativo: Experiencias del Círculo de Empresas de la Mesa Redonda Latinoamericana* presenta tanto las ventajas del buen gobierno como las diferentes prácticas adoptadas por estas empresas en el contexto latinoamericano. Ofrece una guía paso a paso sobre los diferentes aspectos de la implementación de mejoras de gobierno corporativo, además de datos empíricos sobre los beneficios obtenidos por quienes han adoptado dichas prácticas. Esta obra demuestra que los beneficios del buen gobierno se acumulan no solamente en épocas de crecimiento económico, sino también durante las épocas de crisis —en particular, durante la más reciente recesión económica—, es por ello que este libro no podría haberse publicado en mejor momento. En una época de competencia creciente por el financiamiento y la atención de los inversores, esta Guía será un valioso recordatorio de que el gobierno corporativo reviste una importancia vital para el crecimiento sostenible y la creación de valor para todas las partes interesadas.

“Pretendo convencer a todas las personas de que este es el futuro del gobierno corporativo. El IFC, la OECD y el Foro Global de Gobierno Corporativo deberían utilizar esta Guía Práctica como modelo para implementar Gobierno Corporativo alrededor del mundo.”

Ira Millstein, Socio Principal, Weil, Gotshal & Manges y Decano Asociado Principal, Millstein Center for Corporate Governance and Performance

“Nosotros siempre consideramos a la práctica de gobierno corporativo como un elemento constitutivo de las mejores empresas y sus resultados — hoy nuestra convicción es reiterada por las evidencias expuestas en esta Guía Práctica.”

André Covre, Presidente del Círculo de Compañías y Director Financiero de Ultrapar (Brasil)

“El gobierno corporativo tiene beneficios más tangibles de los que los inversores imaginan y efectivamente crea valor para las empresas de capital abierto. Las evidencias están en la última edición de la Guía Práctica de Gobierno Corporativo: Experiencias del Círculo de Empresas de la Mesa Redonda Latinoamericana, lanzada esta semana en Nueva York.”

Diario Valor Econômico, 11/9/2009