

309.213  
P324  
c.3

# GOBERNABILIDAD CORPORATIVA, RESPONSABILIDAD SOCIAL Y ESTRATEGIAS EMPRESARIALES EN AMÉRICA LATINA

GERMANO M. DE PAULA  
JOÃO CARLOS FERRAZ  
GEORGINA NÚÑEZ

Compiladores



900031450 - BIBLIOTECA CEPAL



104310



COMISIÓN ECONÓMICA PARA AMÉRICA LATINA Y EL CARIBE  
ECONOMIC COMMISSION FOR LATIN AMERICA AND THE CARIBBEAN  
WWW. ECLAC.CL



Calle 131A No. 59C-62, Bogotá, Colombia  
PBX: (571) 253 4047  
Fax: (571) 271 2909  
E-mail: mayolediciones@etb.net.co



Deutsche Gesellschaft für Technische Zusammenarbeit



Centro de Desarrollo de la Organización de Cooperación y Desarrollo Económicos (OCDE)



Ministerio Federal de Cooperación Económica y Desarrollo de Alemania

Este libro se enmarca en el proyecto “Modernization of the State: Productive Development and Sustainable Use of Natural Resources” (GER 05/001), ejecutado, entre otros, por la División de Desarrollo Sostenible y Asentamientos Humanos y la División de Desarrollo Productivo y Estrategias Empresariales de la Cepal en conjunto con la GTZ y financiado por el Ministerio Federal de Cooperación Económica y Desarrollo de Alemania (BMZ).

Se agradece la estrecha colaboración brindada por el Centro de Desarrollo de la OCDE para la realización de este libro, así como los comentarios del Sr. Manuel Marfan, ex Ministro de Hacienda y actual Director del Banco Central de Chile.

Primera edición:

Copyright © Naciones Unidas 2005

© Cepal en coedición con Mayol Ediciones S.A., 2006

ISBN 978-958-8307-05-3

Diseño de cubierta: Punto Editorial

Coordinación editorial: María Teresa Barajas S.

Edición y diagramación: Mayol Ediciones S.A.

Impreso y hecho en Colombia - Printed and made in Colombia

Impreso por: Editorial Nomos S.A.

# CONTENIDO

PRESENTACIÓN <i>José Luis Machinea</i>	vii
INTRODUCCIÓN UNA AGENDA ACTUAL PARA EL DESARROLLO EMPRESARIAL EN AMÉRICA LATINA <i>Germano M. de Paula, João Carlos Ferraz y Georgina Núñez</i>	1
<b>Capítulo I</b> GOBIERNO CORPORATIVO PARA EL DESARROLLO ECONÓMICO <i>Charles Oman</i>	21
<b>Capítulo II</b> LA CONTRIBUCIÓN DE LOS GOBIERNOS CORPORATIVOS RESPONSABLES A LA SOSTENIBILIDAD AMBIENTAL <i>Georgina Núñez y Alicia Bárcena</i>	49
<b>Capítulo III</b> GOBERNABILIDAD CORPORATIVA EN AMÉRICA LATINA: ESTRUCTURA PATRIMONIAL, PRÁCTICAS Y POLÍTICAS PÚBLICAS <i>Germano M. de Paula y Leonardo E. Stanley</i>	77
<b>Capítulo IV</b> GOBIERNO CORPORATIVO, REGULACIÓN Y ROL DE LA AUDITORÍA <i>Hugo Lavados y Miroslav Bakovic</i>	129
<b>Capítulo V</b> ESTRATEGIAS CORPORATIVAS Y DE INTERNACIONALIZACIÓN DE GRANDES EMPRESAS INDUSTRIALES PRIVADAS LATINOAMERICANAS <i>Germano M. de Paula</i>	145

<b>Capítulo VI</b>	
RELACIÓN ENTRE VALOR DE LA EMPRESA, DIVERSIFICACIÓN Y GOBIERNO CORPORATIVO	175
<i>Carlos Maquieira V. y Christian Espinoza</i>	
<b>Capítulo VII</b>	
LAS EMPRESAS LATINOAMERICANAS: FACTORES DETERMINANTES DE SU DESEMPEÑO	201
<i>Luiz Artur Ledur Brito y Flávio Carvalho de Vasconcelos</i>	
LOS AUTORES	223

## PRESENTACIÓN

Desde hace más de una década en los países de América Latina se han iniciado procesos de modernización de los marcos que norman las actividades económicas del sector privado. En este nuevo libro de la Cepal se analizan cuatro temas estrechamente vinculados a ese esfuerzo: gobernabilidad corporativa, responsabilidad social de las empresas, estrategias corporativas y desempeño empresarial.

La relación entre *gobernabilidad corporativa* y desarrollo económico es abordada atendiendo a diversos aspectos. El primero atañe a financiamiento e inversión: la capacidad de atraer nuevos accionistas y acceder a financiamiento adicional está muy relacionada con la estructura de propiedad y las prácticas de gobernabilidad corporativa. Un segundo aspecto considera los impactos de la gobernabilidad corporativa sobre la eficiencia del sistema económico: una mayor presión para disciplinar y controlar a los gerentes podría dar lugar a mecanismos que llevaran a una asignación de recursos más eficiente. En un tercer momento, altamente relevante, por lo demás, se destaca que los avances en materia de gobernabilidad corporativa no deben restringirse tan solo a las grandes empresas, sino que han de complementar y reforzar igualmente los mecanismos de defensa de la competencia y de una gestión económica transparente. Por estas razones el tema de la gobernabilidad corporativa debe asumir un papel cada vez más relevante en la agenda de los responsables de la adopción de políticas en América Latina.

En el libro se muestra que en nuestra región sólo ha habido avances parciales en cuanto concierne a aquellas dimensiones de la gobernabilidad corporativa que son la estructura de propiedad y las prácticas y políticas públicas. Respecto a las prácticas de gobernabilidad corporativa, por ejemplo, se ha mejorado la transparencia y el suministro de información financiera, pero aún existen limitaciones en su operación, como la participación de consejeros independientes en los directorios y la protección de los accionistas minoritarios y de los acreedores. Tampoco hay avances significativos en materias como la elevada concentración de la propiedad en la estructura patrimonial, la superposición de propiedad y gestión, la separación entre los derechos de voto y los derechos a flujo de caja. En varios países de la región, sin embargo, se ha avanzado al menos parcialmente en materia de políticas públicas mediante la promulgación de nuevas leyes de sociedades anónimas y de quiebras.

Asimismo, se denuncian los riesgos de la “importación” de legislación de otros países. Se somete a debate, por ejemplo, el que la ley Sarbanes-Oxley sea el mejor modelo para las reformas legales sobre gobernabilidad corporativa en los países en desarrollo. Pero en él se reconoce, a la vez, que la creciente sofisticación y complejidad de los mercados, al demandar una mayor profesionalización de los organismos reguladores, plantea importantes desafíos en contextos de presupuestos limitados.

En el tema de la *responsabilidad social* las empresas latinoamericanas sí han exhibido avances. En gran parte se ha debido a que en los altos cargos directivos se ha observado la tendencia a equilibrar los objetivos económicos con los objetivos ambientales y sociales en razón del impacto que estos últimos tienen sobre la imagen y reputación de la empresa. Nuevos actores han aparecido, por lo demás, en el escenario internacional y nacional, los cuales han promovido prácticas social y ambientalmente responsables. Sin embargo, aún no se contemplan aspectos como la apertura a la participación de otros grupos relacionados con la empresa o definiciones más amplias de riesgos empresariales que hagan posible la integración de los aspectos ambiental y social. En otras palabras, aún falta una visión integral que permita valorar cada objetivo en el conjunto de la estrategia empresarial.

Las *estrategias corporativas* y de internacionalización de las grandes empresas industriales latinoamericanas se han visto profundamente afectadas por la liberalización económica. El monto de inversiones directas de empresas latinoamericanas en el exterior ha aumentado, aunque su internacionalización productiva sigue siendo débil. En las estrategias de esas compañías predomina un enfoque regional, en perjuicio de una internacionalización productiva verdaderamente global. La expansión en curso se basa en capacidades de gestión y no en ventajas tecnológicas o en diferenciación de productos: este patrón resulta muy diverso del que está presente en las empresas multinacionales líderes de los países desarrollados. Tampoco se observa en las estrategias corporativas de diversificación productiva de las grandes empresas industriales latinoamericanas una convergencia con el patrón estadounidense.

En el libro se aborda finalmente la cuestión del *desempeño empresarial*. Al respecto cabe recordar que la literatura especializada enfatiza, por lo general, los aspectos negativos que la diversificación productiva representa para el desempeño empresarial. En América Latina una de las características centrales de la estructura patrimonial de las compañías son los “grupos económicos”, o sea, empresas familiares con gran diversificación productiva. Sin embargo, en nuestra región los estudios empíricos que relacionan diversificación y desempeño son incipientes y poco concluyentes. Dicha relación se ve ratificada en este libro, por lo que no resulta evidente que lo mejor para las empresas de la región sea la focalización en sus actividades centrales, emulando estrategias adoptadas por empresas de países desarrollados. Por qué la diversificación productiva (que implica una diversificación del riesgo entre sectores ante los avatares económicos) es capaz de generar en nuestra región ciertos beneficios que no son relevantes en el norte, es un problema que puede encontrar una buena explicación en la inestabilidad macroeconómica que ha caracterizado la región durante las últimas décadas. Por ejemplo, la inestabilidad del tipo de cambio real puede mejorar el desempeño de aquellas empresas que invierten, al mismo tiempo, en sec-

tores productores de bienes comercializables y no comercializables internacionalmente.

Los factores determinantes de los resultados de las empresas en América Latina señalan algunas diferencias significativas con respecto a la realidad estadounidense. Los estudios en este campo procuran generalmente mostrar la relevancia de uno u otro de los siguientes factores: tipo de industria, especificidad de la empresa, efecto de la gestión corporativa y el año de referencia. En la región, el desempeño empresarial es menos explicable por cuestiones intrínsecas a su negocio y sector de actividad, si se lo confronta comparativamente con los valores encontrados para Estados Unidos. En América Latina el resultado de las grandes empresas está más ligado al ambiente externo en el que están ubicadas (año de referencia y país de origen, conjuntamente). De esta forma, con respecto a empresas de otras regiones, los factores asociados a la dinámica empresarial resultan menos relevantes para la conquista y mantenimiento de ventajas competitivas.

La principal contribución de la presente obra es poner de manifiesto los avances realizados en materia de gobernabilidad corporativa por las empresas y los gobiernos de la región. Al mismo tiempo se señala en él la insuficiencia de estos avances, sobre todo al comparárselos con la velocidad de los cambios en otras regiones. Poniendo de relieve la complejidad de la situación, condicionada, entre otros aspectos, por la cantidad de actores involucrados, el estudio resalta la responsabilidad de los diseñadores de políticas económicas. Junto con señalar, por lo demás, que ciertas peculiaridades de largo plazo de los patrones de desarrollo en la región restringen el atractivo de “importar” soluciones, en el libro se denuncia que la lentitud de los cambios demanda acciones más decididas de los agentes gubernamentales y empresariales.

En su afán por diagnosticar la realidad económica latinoamericana con el propósito de elaborar una agenda positiva para la región, la Cepal espera contribuir a tal finalidad por medio de la publicación de este libro.

*José Luis Machinea*  
Secretario Ejecutivo, Cepal



## INTRODUCCIÓN

### UNA AGENDA ACTUAL PARA EL DESARROLLO EMPRESARIAL EN AMÉRICA LATINA

*Germano M. de Paula, João Carlos Ferraz  
y Georgina Núñez<sup>1</sup>*

**P**ara competir con éxito las empresas deben adaptarse o, lo que es lo mismo, anticipar o imponer cambios en los mercados y en las reglas de competencia. Esta premisa se ha vuelto aun más importante como resultado de la aceleración de los procesos de internacionalización, restructuración patrimonial (fusiones y adquisiciones) y evolución tecnológica. Se revela cada vez más acertada la célebre analogía de J. Schumpeter, según la cual en el capitalismo se persigue un blanco móvil.

A lo largo del tiempo cambia el propio significado de lo que constituye el éxito empresarial o el objetivo o función de una empresa. Esto no ocurre sólo porque los mercados y las estrategias empresariales sufran alteraciones en el tiempo, sino también por el hecho de que los propios criterios de evaluación se modifican sustancialmente como resultado de nuevas reglas e instituciones que se imponen como referencia.

En años recientes dos temas han entrado en la agenda de analistas y tomadores de decisiones: la gobernabilidad corporativa y la responsabilidad social. Los más escépticos destacan que, en muchas ocasiones, éstas no son tendencias sólidas y que las preocupaciones manifestadas por las empresas no pasan de ser retórica. Con todo, este libro tiene la ambición de abordar estos dos temas que se consideran esenciales en el debate actual sobre conducta y desempeño empresarial. La referencia principal son las grandes empresas latinoamericanas, aunque esta discusión también sea relevante para otros tipos de empresa y otras regiones. El tema común que aglutina a los diferentes autores de esta recopilación son los factores que deben ser considerados en una evaluación empresarial del siglo XXI y, principalmente, cuál es la relación existente entre gobernabilidad, responsabilidad social, estrategias y desempeño empresarial.

---

<sup>1</sup> La traducción portugués-español fue realizada por José Javier Gómez, oficial de Asuntos Ambientales de la División de Desarrollo Sostenible y Asentamientos Humanos de Cepal.

De hecho, la responsabilidad social y la gobernabilidad corporativa, a pesar de no ser temas realmente nuevos, ganan *momentum*. No sería exagerado señalar que una evaluación de las grandes empresas que prescindiese de un análisis en términos de responsabilidad social y de gobernabilidad corporativa sería considerada en el presente como restricta, parcial y, sobre todo, desactualizada. De la misma forma y en un contexto de crecimiento de la densidad de conocimiento incorporada en los productos y procesos, la capacitación tecnológica y la innovación se anuncian como temas relevantes de futuro en la agenda de prioridades de gobiernos y empresas. Se puede, por tanto, argumentar que el blanco empresarial no sólo es móvil (cuando se le considera por el mercado y los competidores), sino además crecientemente complejo, es decir, que el número de dimensiones consideradas para evaluar una empresa es cada vez mayor y también cambiante a lo largo del tiempo.

El objeto de análisis del libro es la corporación y las decisiones de la cúpula empresarial, especialmente en lo que atañe al número de sectores y al número de países (y su importancia relativa), y a la relación con las partes interesadas, aspecto central tanto para la responsabilidad social como para la gobernabilidad corporativa. No se pretende discutir la pertinencia o eficacia de las estrategias competitivas de las grandes empresas latinoamericanas ni privilegiar algún segmento económico, sino debatir la importancia de la gobernabilidad corporativa y de la responsabilidad social para las políticas públicas y el modo como las empresas las tratan o incorporan.

Gobernabilidad corporativa es, tal vez, el concepto que organiza los demás: estrategia, responsabilidad social, desempeño. Para los autores de este libro, la *governabilidad* define los parámetros de funcionamiento de una corporación y puede servir de orientación para políticas públicas en marcos institucionales específicos y de escala nacional.

Gobernabilidad corporativa y ambiente institucional son temas de gran interdependencia. Teniendo esto en consideración, el presente libro está dedicado al análisis de cuatro grandes temas: gobernabilidad corporativa, responsabilidad social, estrategia corporativa y desempeño empresarial. En relación con los tres, conviene señalar, en primer término, que no se pretende sostener que ellos sean necesariamente los más importantes, sino probablemente los más sugerentes para investigar las relaciones entre grandes empresas, instituciones y políticas públicas en América Latina en la actualidad. Por otra parte, la utilización de los términos *governabilidad corporativa* y *responsabilidad social* con sentidos diversos añade algunos grados de dificultad para su tratamiento adecuado. Los organizadores de este libro creen que un debate más profundo tiende a hacer disminuir la probabilidad de que se conviertan simplemente en modismos gerenciales, contribuyendo a su incorporación definitiva y eficaz en la agenda de las empresas y de los gobiernos latinoamericanos.

### **Proposiciones de los autores**

Este libro tiene siete capítulos, además de esta introducción, que han sido divididos en dos partes. La primera, dedicada a los temas de gobernabilidad y responsabilidad social corporativa, cuenta con cuatro capítulos.

El primero, de autoría de Charles Oman, debate la relación entre gobernabilidad corporativa y desarrollo económico. Según este autor, la gobernabilidad corporativa comprende instituciones públicas y privadas de un país, formales e informales, que regulan la relación entre los controladores, es decir, los actores que realmente controlan y manejan las empresas, por una parte, y aquellos que, por otra, invierten los recursos en ellas. El estudio sostiene que las instituciones informales, como la ética empresarial y los comportamientos tácitos, son altamente relevantes en la determinación de las verdaderas prácticas empresariales cotidianas.

Oman señala asimismo que los buenos sistemas de gobernabilidad corporativa son más importantes para el crecimiento económico de largo plazo de lo que usualmente se reconoce. Para un abordaje que podría ser calificado de limitado, la gobernabilidad corporativa sería únicamente relevante para las empresas con acciones que cotizan en las bolsas de valores y que buscan captar más capital a través de la venta de nuevas acciones. Si se considera que en los países en desarrollo son pocas las empresas cuyas acciones se transan en el mercado, se desprendería lógicamente de esta condición que la gobernabilidad corporativa sería poco importante o estaría al menos limitada a un conjunto pequeño de grandes empresas.

Oman defiende una concepción más amplia respecto a la relevancia de la gobernabilidad corporativa. Las instituciones asociadas están en el centro de uno de los principales desafíos que casi todas las economías en desarrollo enfrentan: cómo transitar con éxito desde sistemas de gobernabilidad política basados fundamentalmente en relaciones personales hacia otros basados en reglas impersonales. En tal sentido, las instituciones de gobernabilidad corporativa que funcionan eficazmente serían cada vez más necesarias para complementar y reforzar en los países en desarrollo los frágiles mecanismos de la competencia de precios y de la democracia política. En otra oportunidad, Oman (2001) acuña una frase especialmente afortunada: “Lo esencial es que las buenas prácticas de gobernabilidad corporativa requieren de una buena gobernabilidad política y viceversa; al mismo tiempo, el desarrollo económico depende de ambas”.<sup>2</sup>

Por lo demás, gran parte del debate reciente sobre gobernabilidad corporativa, nos recuerda el autor, está basado en el “conflicto de agencia” que cubre las relaciones entre accionistas y ejecutivos. Se trata en realidad de una cuestión importante para las empresas que poseen una estructura patrimonial dispersa, más frecuente en Estados Unidos e Inglaterra. Sin embargo, en los países donde predominan estructuras patrimoniales concentradas, como es el caso de América Latina, el conflicto relevante sería el de “expropiación”, que opone los intereses de los accionistas mayoritarios a aquellos de los minoritarios.

Oman destaca el hecho de que, a pesar de las ventajas de la gobernabilidad corporativa –principalmente la reducción de los costos de financiamiento para las empre-

---

<sup>2</sup> Oman, C. (2001). *Corporate Governance and National Development*. Technical Papers 180, París, OECD Development Centre.

sas y la ampliación de la liquidez del mercado de capitales—, se comprueban resistencias a la mayoría de las prácticas corporativas. Estos obstáculos son levantados por los accionistas que se benefician de estructuras patrimoniales piramidales, participaciones accionarias cruzadas y la emisión de diferentes clases de acciones. Este factor termina constituyéndose en una barrera para una convergencia más rápida de los patrones de gobernabilidad corporativa observada en general en países en desarrollo y, en particular, en América Latina con el patrón anglosajón. En otros términos, puede considerarse que uno de los ejes centrales de este libro lo constituye el problema de la convergencia *versus* divergencia entre los patrones predominantes de gobernabilidad corporativa y estrategias empresariales en América Latina en comparación con la experiencia estadounidense.

Según el autor hay factores favorables y desfavorables al mejoramiento de la gobernabilidad corporativa en los países en desarrollo. Entre los primeros cabe destacar el aumento de la relevancia de los inversionistas institucionales, como los fondos de pensiones. La reducción de la disponibilidad de crédito controlado por el Estado, por medio de bancos de desarrollo, por ejemplo, habría obligado a las empresas a buscar nuevas fuentes de financiamiento. Por otra parte, las personas interesadas que se benefician de las rentas relacionadas con el control de las empresas a costa de los accionistas minoritarios representan la principal resistencia al mejoramiento de la gobernabilidad corporativa. En términos de recomendaciones de política, Oman resalta la necesidad de prestar especial atención a la calidad de la supervisión bancaria y de los controles prudenciales, así como a las reglas y procedimientos de quiebra. Igualmente considera importante prestar atención al gobierno corporativo de las instituciones financieras locales, especialmente de los bancos y de los fondos de pensiones. Esto último implica atender sus requerimientos de la misma forma que en el sector real.

El segundo capítulo, elaborado por Georgina Núñez y Alicia Bárcena, aborda la responsabilidad social empresarial (RSE), otro tema que también ha sido tratado bajo diversos prismas. Se puede decir que no existe una definición totalmente consensuada sobre este tema. Para Núñez y Bárcena, la responsabilidad social está relacionada con una nueva forma de hacer negocios que apunta a conseguir aquello que se ha dado en llamar el “triple resultado”: tomar como marco de negocio el desarrollo sostenible, lo que significa ponderar equitativamente lo económico, lo social y lo ambiental en el proceso de toma de decisiones de la empresa. Además, este concepto implica que las empresas estén dispuestas a adoptar posturas proactivas para anticiparse a los eventuales impactos negativos de su actividad.

Núñez y Bárcena enfatizan que las decisiones de inversión deben naturalmente considerar los retornos financieros dentro de límites éticos. En cuanto a los mecanismos para mejorar la transparencia, la rendición de cuentas y la veracidad de la información proporcionada por las empresas, queda mucho por hacer, ya que se requieren cambios en la cultura empresarial de los países. En el caso latinoamericano la elevada concentración de la propiedad y el papel poco efectivo de los consejos de administración hacen esta tarea aún más ardua. En contrapartida, Núñez y Bárcena resaltan que, en general, las prácticas de administración que internalizan “voluntariamente” las externalidades del proceso productivo, lo hacen por imagen de la em-

presa. Esto genera, en términos de políticas públicas, una desconexión entre la incorporación de externalidades en el proceso de toma de decisiones y el marco regulatorio en que actúan los órganos fiscalizadores del buen desempeño de la gobernabilidad empresarial, en donde el tema de fondo es la defensa de los derechos de los interesados frente a abusos del agente principal (el grupo accionista controlador, los ejecutivos, o uno y otro). Esto aparentemente induce a pensar en temas de dimensiones distintas (RSE-gobernabilidad empresarial) y plantea la necesaria complementariedad de lo voluntario y lo obligatorio.

Núñez y Bárcena destacan especialmente el papel de los inversionistas institucionales como mecanismo inductor de cambios en la conducta empresarial. Su influjo descansa en dos factores. En primer lugar, esos inversionistas son cada vez más relevantes en función del elevado volumen de recursos que administran. En segundo lugar, como algunos de los inversionistas institucionales incorporaran criterios sociales y ambientales en la evaluación de las empresas, estas últimas se ven forzadas a conceder mayor importancia a estos aspectos. Esto se torna aún más evidente cuando los inversionistas institucionales tienen un asiento en el consejo de administración y pasan a influir más directamente en políticas de gobernabilidad y de responsabilidad social de la empresa.

Núñez y Bárcena mencionan algunas iniciativas que incluyen factores de inducción que pueden servir para que las empresas modifiquen los procedimientos relacionados con la gobernabilidad y la RSE. Algunos de estos elementos están incluidos en iniciativas como los principios del Pacto Global de Naciones Unidas, los principios de gobernabilidad corporativa que promueve la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos (OCDE) o los indicadores utilizados por los índices bursátiles Dow Jones Sustainability Index (DJSI) y FTSE4Good.<sup>3</sup>

A pesar de los distintos elementos de inducción de buenas prácticas, Núñez y Bárcena concluyen que la mayor parte de los cambios en el marco institucional ha estado dirigida especialmente a las grandes y medianas empresas que cotizan en bolsas de valores. No obstante su peso y representatividad en términos de generación de producto, no son necesariamente las que tienen el mayor impacto social y ambiental.

Las mejoras en el orden normativo e institucional en materia de gobernabilidad corporativa y de RSE realizado en algunos países de la región han sido tan solo parciales por la falta de una visión más integrada del negocio, en la que se ponderen equitativamente las dimensiones económico-financieras, sociales y ambientales.

Las autoras concluyen que el papel de los gobiernos es fundamental no sólo en lo relativo a la definición de normas y estándares, sino igualmente en cuanto atañe a la globalización de ciertos valores culturales y conceptos asociados a la producción y el consumo sustentable. La difusión de estos conceptos da herramientas a las personas

---

<sup>3</sup> Cepal (2003) Núñez, Georgina “La responsabilidad social corporativa en un marco de desarrollo sostenible”, Serie medio ambiente y desarrollo No. 72, Santiago.

interesadas para participar en la definición de estándares social y ambientalmente aceptables; a la vez, contribuye sustancialmente a la no casual simultaneidad histórica en el *momentum* de los temas de RSE y gobernabilidad empresarial.

En cuanto a las recomendaciones de política, Núñez y Bárcena comparten con Oman la necesidad de suministrar información por parte de las empresas no sólo a los entes fiscalizadores, sino asimismo al conjunto de los agentes o públicos relacionados con el negocio. Aunque se trata de iniciativas voluntarias, es necesario fijar estándares mínimos. Esta es la función que ha de asumir el Estado, que da garantías al conjunto de los agentes, inclusive a consumidores y sociedad civil.

El tercer capítulo, de autoría de Germano M. de Paula y Leonardo Stanley, discute tres temas: políticas públicas, estructura de propiedad y prácticas de gobernabilidad corporativa en América Latina. Respecto a las políticas públicas, a raíz de los escándalos financieros (2001), en Estados Unidos se aprobó una normativa que busca transparentar aún más la gobernabilidad empresarial (Sarbanes-Oxley). Los autores mencionan que ese hecho coincidió con cambios en la misma dirección de Sarbanes-Oxley en las normativas de mercado de capitales en Argentina, Brasil, Chile y México. Hay, sin embargo, otros casos en la región, como el de Colombia, donde fracasó un proyecto de ley del Ejecutivo (2001)<sup>4</sup> como consecuencia de una intensa presión política de algunas empresas del país. Este es tal vez el caso más notorio, si bien no el único, de resistencia a la ampliación de los derechos de los accionistas minoritarios en América Latina. En el caso brasileño destaca el hecho que la legislación relativa a las sociedades anónimas, promulgada en 2001, haya avanzado poco en lo que se refiere a los derechos de los accionistas minoritarios, en gran medida por efecto de la presión ejercida por los accionistas controladores. Se observan resistencias a una convergencia más rápida con el paradigma anglosajón.

De acuerdo con De Paula y Stanley, las cuestiones más importantes a discutir en el ámbito de las “políticas públicas” en materia de gobernabilidad corporativa son: a) la legislación y el aparato legal de defensa de los accionistas minoritarios; b) la legislación y el aparato legal de defensa de los acreedores; c) la actuación de los órganos de control del mercado de capitales. Respecto a la “estructura de propiedad”, se debería considerar: a) el tipo predominante de control accionario (disperso o concentrado); b) la separación o sobreposición de propiedad y gestión; c) la existencia de clases distintas de acciones, pirámides y participación accionaria cruzada; d) el papel de los inversionistas institucionales. En lo que se refiere a las “prácticas de gobernabilidad corporativa”, los aspectos más relevantes son: a) el consejo de administración; b) la transparencia e integridad de las informaciones; c) los códigos voluntarios de buenas prácticas de gobernabilidad corporativa.

La larga lista de aspectos señalados en el párrafo anterior es un claro indicio de la fertilidad del tema de la gobernabilidad corporativa. Como se ha señalado, influye sobre diversos aspectos y, a su vez, recibe el influjo de muchos otros. En particular, se

---

<sup>4</sup> A pesar de ello, una nueva ley relativa al mercado de capitales fue promulgada en Colombia en 2005.

debe destacar la fuerte convergencia entre gobernabilidad corporativa y responsabilidad social. Se puede afirmar que la transparencia y la ética están en la base de estos dos conceptos. Ambos implican, por lo demás, tanto la adecuación a determinados marcos regulatorios o normativos como asimismo la adhesión voluntaria a algunos principios.

El diagnóstico formulado por De Paula y Stanley pone el énfasis en dos problemas. En primer lugar, los avances relativos a la gobernabilidad corporativa en América Latina han sido sólo parciales. En segundo lugar, a pesar de haber sido promulgadas nuevas leyes en esta materia, éstas no garantizan mucha protección a los accionistas minoritarios. Por otra parte, la lentitud del sistema judicial continúa inalterada y es parcial el mejoramiento de las prácticas de gobernabilidad corporativa, pues aunque las empresas estén cada vez más preocupadas por su imagen, por la divulgación de informaciones y por la transparencia, son pocas aquellas que aceptan cambios más sustantivos. Por ejemplo, los consejos de administración continúan teniendo pocos miembros independientes. Más importante aún, en relación con la estructura patrimonial, excepto la creciente importancia de los fondos institucionales (fondos de pensiones, en particular), no se ha comprobado ningún cambio relevante.

Un segundo aspecto destacado por De Paula y Stanley se refiere a la dicotomía “convergencia/dependencia de trayectoria”. Según estos autores, han sido lentas tanto la convergencia legal (cambios en las leyes para aproximarse al patrón anglosajón) como la convergencia funcional (esfuerzo de los inversionistas individuales o empresas para mejorar su gobernabilidad corporativa en el contexto de un aparato legal inapropiado). Por más fuertes que sean los factores inductivos para una convergencia en la dirección del modelo anglosajón de gobernabilidad corporativa, el cambio tiende a ser lento, ya que los mecanismos de inercia, de dependencia de trayectoria, no se superan fácilmente. A fin de cuentas, la gobernabilidad corporativa depende de instituciones, y éstas, por lo general, no se transforman de forma rápida y radical.

Teniendo en mente estas dificultades, De Paula y Stanley formulan dos tipos de recomendaciones de política. Con respecto al mejoramiento del marco institucional ya existente, resulta esencial aumentar en los órganos encargados de controlar el mercado de capitales los recursos financieros y humanos actualmente disponibles. Es igualmente recomendable que los fondos de pensiones sean reforzados en por lo menos tres sentidos: a) ampliación del volumen de recursos administrados; b) mayor destinación de éstos hacia los mercados de capitales; c) inducir a los fondos de pensiones a actuar como inversionistas activos para generar beneficios a los demás accionistas minoritarios.

Un segundo tipo de medidas indicadas por De Paula y Stanley se orientan hacia el mejoramiento de las estructuras. Por ejemplo, una nueva serie de legislaciones de sociedades anónimas que concedan mayores garantías y poderes a los accionistas minoritarios, ya que en la actualidad la eliminación de distintas clases de acciones no parece viable. Se debe poner especial atención, por tanto, en tres aspectos: la relación entre empresas controladas y relacionadas, la participación accionaria cruzada y las estructuras piramidales. En el largo plazo ha de desestimularse este tipo de mecanismos, lo que contribuiría a mejorar la transparencia de las decisiones gerenciales y, en

consecuencia, a disminuir los riesgos de expropiación de los accionistas minoritarios. Por último, cualquier reforma significativa en relación con la gobernabilidad corporativa en América Latina requiere cambios drásticos en el sistema jurídico cuyos beneficios evidentemente no se limitan tan solo a aquélla.

Hugo Lavados y Miroslav Bakovic analizan en el cuarto capítulo la relación entre la gobernabilidad corporativa, la regulación y el papel de la auditoría. Se trata de un tema oportuno, considerando las críticas dirigidas a las empresas de auditoría como consecuencia de los escándalos corporativos (Enron, WorldCom y Parmalat, entre otros). Sin por ello restarles importancia, los autores destacan que no son éstos los primeros casos del género. De hecho, el primer escándalo corporativo se registró en 1938. Por lo demás, una serie de otros casos en las décadas de 1970 y 1980 condujeron a las recomendaciones de la llamada Treadway Commission.

En Estados Unidos los escándalos condujeron a la promulgación de la ley llamada Sarbanes-Oxley. Considerando la innegable importancia y predominio del mercado estadounidense de capitales, los reguladores de muchos mercados financieros de países en desarrollo, según Lavados y Bakovic, tomaron este conjunto de regulaciones como guía y modelo de sus acciones. En este punto se plantea nuevamente la cuestión de los mecanismos internacionales de inducción, en general, y de la convergencia legal, en particular. Aunque este movimiento sea comprensible, los autores discuten si la ley Sarbanes-Oxley es la mejor norma para servir de modelo a las reformas legales en los países en desarrollo. Esta legislación ha sido objeto de fuertes críticas, entre otras cosas por el aumento en los costos de las empresas, por efecto de las imprecisiones en el nuevo papel de los auditores externos. Los autores consideran que una mejor guía son las recomendaciones de la Treadway Commission, de la que se originó el Committee of Sponsoring Organizations of the Treadway Commission (COSO).

Lavados y Bakovic abordan asimismo el debate acerca de la oposición entre autorregulación y obligatoriedad, examinado igualmente por Núñez y Bárcena de forma explícita, y por De Paula y Stanley de forma implícita. Según Lavados y Bakovic, la tendencia mundial es que los mercados se orienten cada vez más hacia la autorregulación, en la cual las empresas asumen un papel protagonista. Esto no implica reducir la importancia de la regulación y de la fiscalización, que también deben ser fuertes. El problema que los gobiernos deben enfrentar es la sofisticación y complejidad de los mercados, la que requiere de organismos reguladores mejor preparados, con mejores especialistas, en un contexto de restricción presupuestaria. De lo contrario, se corre el riesgo de que se agraven los problemas relacionados con la información asimétrica. Existe desarticulación, además, entre las entidades regulatorias de valores mobiliarios y las agencias regulatorias sectoriales (que regulan actividades como electricidad, telecomunicaciones, ferrocarriles, entre otros). Coordinar de modo eficiente esas instituciones constituye un desafío significativo para los gobiernos de los países emergentes.

Lavados y Bakovic afirman que la regulación debería potenciar a los comités de auditoría, de tal modo que asuman un papel determinante en los temas de gobernabilidad corporativa, como información financiera oportuna y transparente, controles

internos más confiables y un sistema de administración del riesgo efectivo. Desde este punto de vista, la autorregulación y la obligatoriedad serían más complementarias que excluyentes.

La preeminencia del comité de auditoría en términos de gobernabilidad corporativa es reconocida por la Treadway Commission, COSO y una serie de legislaciones corporativas, como la Sarbanes-Oxley. No obstante, en América Latina la difusión de los comités de auditoría es reducida en comparación con otras regiones. En general, se estima que en la mayoría de los países latinoamericanos tales comités no cumplen sus funciones adecuadamente, lo que puede atribuirse al papel más protocolar que efectivo de los propios consejos de administración. Los auditores externos, por su parte, deberían ser realmente independientes, según Lavados y Bakovic, y apoyar el fortalecimiento de los comités de auditoría internos.

La segunda parte del libro consta de tres capítulos y está dedicada principalmente a dos temas: estrategia corporativa y desempeño empresarial. Por la propia naturaleza de los aspectos abordados, estos tres capítulos están menos orientados a la formulación de política.

El quinto capítulo, escrito por Germano M. de Paula, discute las estrategias corporativas y de internacionalización de grandes empresas industriales latinoamericanas. Las estrategias corporativas se refieren a empresas que, o bien están ya diversificadas o se encuentran en una fase de entrar en nuevos negocios (diversificación), o bien están en la fase de salir de alguno de ellos (focalización). Tales estrategias también implican el establecimiento de prioridades entre unidades de negocios e incluso la relación entre subsidiarias y *holding*.

Una primera discusión llevada a cabo por De Paula se refiere a la literatura estadounidense sobre estrategia corporativa. La conclusión más frecuente de estas contribuciones es que la diversificación conglomerada (o no relacionada) implica impactos negativos sobre el desempeño empresarial. Por consiguiente, las empresas deberían focalizar sus actividades en torno a sus competencias esenciales. En América Latina, en cambio, la estructura de propiedad y el grado de especialización productiva son muy diferentes de los patrones verificados en Estados Unidos. En general, las grandes empresas privadas nacionales son controladas por familias que también se encargan de la gestión, de modo que el grado de diversificación productiva es mayor. De esta forma se abordan los factores que justifican (o han justificado en el pasado) la mayor importancia relativa de las estrategias de diversificación conglomerada en la región.

Con respecto a los mecanismos de inducción, De Paula menciona el hecho de que, implícita o explícitamente, la comunidad financiera internacional habría estimulado a los grupos económicos de los países emergentes a focalizar sus actividades y de esta forma a copiar lo que determinadas empresas en los países industrializados llevaron a cabo desde la década de 1980. Otro mecanismo de inducción ha sido la influencia de las escuelas de negocios, basadas principalmente en experiencias de empresas de países desarrollados.

En relación con el debate acerca de los impactos de la diversificación sobre el desempeño empresarial en América Latina, De Paula concluye que: a) la evidencia resulta todavía incipiente; b) la utilización de diferentes concepciones para abordar la

diversificación (ya sea por línea de productos o por filiación a un grupo económico) parece haber influenciado la divergencia de resultados. Éstos, por tanto, según se desprende de los estudios disponibles, no parecen conclusivos. En comparación con el contexto estadounidense, aunque existan tres modelos principales que buscan relacionar diversificación productiva y desempeño, es cierto que el más influyente es conocido como “relación curvilínea” o “modelo U invertido”. Este modelo sugiere que el desempeño mejoraría hasta un determinado punto el grado de diversificación, a partir del cual éste comenzaría a decrecer. La conclusión es que la empresa se enfrenta a un límite con relación a la diversificación que puede ser eficientemente administrada.<sup>5</sup> Con todo, no hay acuerdo de que esto también sería aplicable a las empresas latinoamericanas.<sup>6</sup>

En términos de evolución histórica tampoco se ha verificado una convergencia de las estrategias corporativas por parte de las grandes empresas industriales latinoamericanas, pues al mismo tiempo que el aumento de los productos importados y el aumento de las transnacionales en las industrias latinoamericanas presionaban para una mayor focalización, los procesos de privatización y desregulación permitían el ingreso en nuevas actividades. Es interesante observar que en algunos casos la privatización posibilitó la entrada de los grupos económicos en nuevos negocios, aunque no siempre consiguieron éstos mantener sus posiciones a lo largo del tiempo.

Respecto a las estrategias de internacionalización, si bien el volumen de inversiones extranjeras directas de empresas latinoamericanas aumentó a partir de la década de 1990, la internacionalización productiva puede ser considerada incipiente. Otras características importantes de este proceso han sido el predominio de un enfoque regional (en detrimento de una internacionalización productiva verdaderamente global), de la entrada vía adquisiciones (claramente correlacionada con un desfase temporal frente a las empresas de países industrializados), de la motivación de búsqueda de mercados (aunque las inversiones relacionadas con la búsqueda de recursos hayan sido comprobadas en la industria del petróleo). Por lo demás, las competencias distintivas (o las ventajas específicas de propiedad) de las llamadas “translatinas” se relacionan con la gerencia de tecnologías ya difundidas y no con el desarrollo de nuevas tecnologías y de productos diferenciados. Las empresas latinoamericanas que se han internacionalizado, desde el punto de vista productivo actúan predominantemente en oligopolios homogéneos, con actividades intensivas en recursos naturales.

De Paula concluye el artículo afirmando que no se habría verificado hasta ahora una convergencia inequívoca en dirección al patrón de estrategias predominante en

---

<sup>5</sup> En estudios sobre diversificación de empresas en Estados Unidos, la relación empírica más frecuente es una U invertida. Por tanto, es mejor tener alguna diversificación que ninguna. Cuanto más se diversifican las empresas, hay un punto en que comienza a caer la rentabilidad. Existe, por tanto, un límite en el grado de diversificación.

<sup>6</sup> Con respecto a las empresas latinoamericanas, no existe consenso acerca de la relación entre diversificación y rentabilidad.

Estados Unidos. De hecho, la intensidad de la internacionalización productiva es todavía muy reducida. Aunque la focalización ha sido importante para varias empresas, tal vez sería exagerado sostener que se había convertido en una tendencia ineludible.

El sexto capítulo, de Carlos Maquieira y Christian Espinoza, analiza la relación existente entre el desempeño de empresas productivas chilenas, la diversificación de sus negocios, el grado de concentración de la propiedad y el tipo de controlador. Con este propósito se obtiene información de la Superintendencia de Valores y Seguros (SVS) y de la Bolsa de Comercio de Santiago y se construye un panel balanceado de 52 sociedades anónimas que transaron sus acciones durante el período 1995-2002.

Para las 52 empresas de la muestra final se reunió la siguiente información anual relativa al período 1995-2002: balance general, estados de resultados, estado de cambio en la posición financiera y estado de flujo de efectivo; número de acciones en circulación y precio de cierre; número de accionistas comunes, filiales y coligadas, y presencia bursátil. También se recopiló información relativa al porcentaje de propiedad directa que mantenía el accionista (o pacto de accionistas) que ejercía como controlador de la empresa, así como respecto de su identidad, a fin de poder clasificarlo como familia, grupo de ejecutivos o multinacional.

Se escogió como medida del desempeño de la firma la *Q-Tobin* promedio, variable que también refleja las oportunidades de crecimiento del negocio. La *Q-Tobin* se define como el cociente entre el valor de mercado de la empresa y el costo de reposición de sus activos físicos. Se elaboraron tres medidas de diversificación: número de segmentos de negocios, el índice de *Herfindahl* y el índice de *entropía*. Se tomó como parámetro de diversificación el nivel de ventas correspondiente a cada segmento, desagregándose su composición a partir de la clasificación estándar industrial (SIC). La variable grado de concentración de la propiedad (controlador) corresponde al porcentaje de propiedad directa que mantiene un accionista (o pacto de accionistas) a través de una o más sociedades, resultando su posesión en el ejercicio del control de la empresa.

El análisis estadístico ha sido relativamente sofisticado. Maquieira y Espinoza, en una primera etapa del análisis, utilizan un modelo econométrico asociado a datos de panel, del tipo balanceado. En una segunda etapa se ejecutan procedimientos a fin de determinar la conveniencia de aplicar efectos fijos o aleatorios en la estimación. A continuación se analiza la presencia de heterocedasticidad entre empresas, lo cual es bastante probable debido a que cada firma presenta características y riesgos distintos. En una cuarta etapa del análisis, se examina la relación entre las variables críticas del estudio: *Q-Tobin*, diversificación y grado de concentración de la propiedad. El objetivo es determinar si la vinculación de la *Q-Tobin* a esas dos variables responde a una especificación lineal, o si dicha relación debe modelarse incorporando posibles quiebres en su tendencia o efectos cuadráticos. En una quinta etapa se realiza un análisis por tramos. A continuación se examina el impacto de las transferencias de fondos entre empresas relacionadas. En esta fase se incorporan un conjunto de variables adicionales, con el propósito de verificar dos hipótesis que pueden asociarse a la presencia de transferencias financieras y comerciales entre empresas relacionadas: eficiencia de mercado de capitales interno y expropiación a minoritarios. Finalmente, se identifi-

caron tres tipos de accionistas controladores, a fin de capturar los distintos incentivos y responsabilidades que los afectan: familiar, grupo de ejecutivos y multinacionales.

De las hipótesis relacionadas con el grado de diversificación de la empresa, no fue posible lograr una posición concluyente al darse resultados no significativos u opuestos entre los distintos indicadores. Esto ratifica el diagnóstico hecho por De Paula en el capítulo V, según el cual los resultados obtenidos en los escasos estudios sobre la correlación entre diversificación productiva y desempeño en América Latina no son concluyentes. Cuando la propiedad del controlador es mayor a 40%, según Maquieira y Espinoza, se observa un efecto positivo y significativo para la diversificación –medida por número de negocios, *Herfindahl* y *entropía*–, concordando con la hipótesis de alineación de intereses. Se destaca que las empresas diversificadas tienden a otorgar un mayor monto en créditos a sus relacionadas en comparación con las focalizadas. Por otra parte, se aprecia que existe una mayor liquidez en las acciones de las empresas diversificadas, lo que está en línea con la mayor dispersión de la propiedad y el menor porcentaje mantenido por el accionista controlador.

Maquieira y Espinoza, por lo demás, encuentran una débil evidencia en favor de la postura según la cual los flujos internos de la empresa constituyen un instrumento que permite expropiar riqueza a los minoritarios, antes que reflejar un mercado de capital interno eficiente. Respecto del impacto que tiene la concentración de la propiedad en el desempeño de la empresa, los resultados de mayor relevancia se logran cuando se hace la distinción por tipo de controlador. En el caso de las familias, en principio se incrementa el desempeño de la empresa hasta una participación de 40%, para luego caer a partir de un porcentaje de propiedad de 65%. En el caso de los ejecutivos, la evidencia mostró que su participación no tiene impacto sino hasta que logran una participación de 65%, punto a partir del cual afecta positivamente el desempeño de la empresa. Por último, en el caso de las multinacionales no fue posible distinguir ningún patrón de comportamiento que fuera significativo.

El último artículo del libro fue elaborado por Luiz Artur Brito y Flávio Carvalho de Vasconcelos. En él se abordan los factores determinantes del desempeño de empresas latinoamericanas. La pieza central del artículo es un estudio cuantitativo que examina 462 empresas industriales latinoamericanas distribuidas en diez países de la región. En realidad, la muestra se concentra en grandes empresas, ya que la facturación anual media en 2001 fue del orden de US\$1.060 millones. Los resultados de estas empresas fueron comparados con los de 5.094 firmas, con sede en 69 países. En la mayoría de los casos la mediana de las ventas de las compañías latinoamericanas era mayor de la media mundial en la evaluación sector a sector, descartándose problemas relacionados con una eventual deficiencia de escala.

Brito y Vasconcelos retoman el debate sobre los factores determinantes del desempeño de las empresas. Sintéticamente, varios estudios tratan de mostrar la relevancia de uno u otro de los siguientes factores: tipo de industria, especificidad de la empresa, efecto corporativo y año. A partir de la comparación de cinco trabajos basados en la experiencia estadounidense, es posible verificar que el resultado más frecuente apunta a que el efecto de empresa se sobrepone al de tipo de industria involucrada, mientras que el efecto de corporación tiende a ser reducido.

Brito y Vasconcelos llevan a cabo dos ejercicios para evaluar el desempeño de las empresas latinoamericanas. El primero es un modelo sin interacciones. El factor más importante para explicar el desempeño corresponde a las especificidades de cada empresa (19%), seguido de los factores relativos al país (12,1%), industria (11,0%) y año (2,8%). Se observa, por una parte, que tanto en Estados Unidos como en América Latina el efecto empresa es el mayor factor explicativo. Por otra parte, el efecto empresa fue responsable de sólo 19% de la explicación del desempeño de las empresas latinoamericanas, bastante inferior a los valores verificados para empresas estadounidenses (34 a 46%). Además, el efecto industria sería más representativo proporcionalmente en América Latina que en Estados Unidos. El efecto corporativo no fue examinado por los autores.

El segundo modelo de Brito y Vasconcelos incorpora interacciones entre las variables consideradas, lo que arroja dos importantes diferencias con respecto al primer modelo. En primer lugar, el efecto especificidad de la empresa continúa siendo el más importante, aunque su peso relativo se reduce a 17%. En segundo lugar, la interacción año-país se revela importante, ya que explica 8,4% de los resultados. Este índice captura los factores específicos que afectan a todas las empresas de un determinado país en un año en particular. En términos estadísticos su importancia es equivalente al factor industria (8,5%). Por lo demás, el efecto año sube de 2,8% en el modelo simple a 9,4% en el modelo con interacciones. Conjuntamente, año y país pasan a explicar 27,2% del resultado total, constituyéndose en los factores principales, en detrimento del factor especificidad de la empresa. La conclusión, por tanto, es que en América Latina el desempeño empresarial es menos explicable por condiciones intrínsecas del negocio y sector de actividad del caso en comparación con los valores encontrados para Estados Unidos. Pese a no haber sido mencionada por los autores, parece contribuir decisivamente a esta conclusión la mayor volatilidad macroeconómica, tan frecuente en países latinoamericanos.

El resultado de las empresas, según Brito y Vasconcelos, está en concordancia con el ambiente externo en el cual están ubicadas. La capacidad del gestor está en conseguir un desempeño superior de su organización desarrollando recursos y habilidades únicas y difíciles de imitar por los competidores. Tal capacidad resulta limitada si se la compara con la capacidad homóloga de sus pares del hemisferio norte, donde el efecto firma es dominante en la explicación de la variabilidad del desempeño. En suma, es más difícil conquistar y mantener una ventaja competitiva relevante en Latinoamérica. Las empresas sufren más efectos que son comunes a todos en un país y un año determinados. El éxito empresarial (y el fracaso por consecuencia también) es un fenómeno más colectivo y menos individual.

Los resultados obtenidos por Brito y Vasconcelos, por otra parte, contienen un mensaje que concierne a los responsables de las políticas públicas y de la construcción de ambiente institucional en nuestros países, no menos que a los gobiernos en general. El impacto potencial de sus actos sobre las empresas es mayor del que pueden ejercer los actos de sus pares en ambientes más consolidados como la economía estadounidense. La posibilidad de provocar períodos de recesión o prosperidad que afectan a todas las empresas es mayor. Esta comprobación empírica viene a sustentar

la percepción intuitiva construida a lo largo de las últimas décadas por las diversas crisis que afectaron a los países de la región.

### **Convergencias en los análisis e implicaciones de política**

Comentadas ya las principales contribuciones de cada capítulo en las secciones precedentes, esta sección se propone discutir el contenido del libro en su totalidad. Destacan cuatro temas: a) los conceptos, sus articulaciones y relaciones con el desarrollo económico; b) los mecanismos internacionales de inducción; c) las principales conclusiones, y d) las recomendaciones de política.

En relación con las nociones de gobernabilidad corporativa y responsabilidad social, observamos una profusión de conceptos asociados. Esto resulta plenamente justificable, puesto que dichos conceptos envuelven diversos aspectos, como el marco legal del país, las estrategias empresariales predominantes, la dinámica competitiva sectorial, las relaciones con la sociedad civil, entre otros. Consecuencia indeseable de tal situación es que estos términos tienden a ser utilizados en diversos contextos y con significados diferentes, lo que no sólo dificulta la mejor comprensión del fenómeno observado, sino que a la vez contribuye a extender una cierta superficialidad conceptual. No sería exagerado afirmar que, ante la creciente importancia de la imagen y reputación como valor intangible de las empresas, se observa un distanciamiento entre la retórica y la práctica en asuntos de gobernabilidad corporativa y responsabilidad social.

En este libro se entiende por gobernabilidad corporativa el conjunto de instituciones que regulan la relación entre los actores que realmente controlan y gerencian las corporaciones y aquellos otros que invierten sus recursos en ellas. Estas instituciones son públicas y privadas, formales e informales. Las cuestiones relativas a la gobernabilidad corporativa pueden desplegarse en tres dimensiones: estructura de propiedad, prácticas gerenciales y políticas públicas. Por su parte, la responsabilidad social corporativa se entiende como una nueva forma de hacer y gestionar negocios ponderando equitativamente lo económico, lo social y lo ambiental en el proceso de toma de decisiones de la empresa.

Es preciso destacar que gobernabilidad corporativa y responsabilidad social tienen algunos aspectos en común. Los tres puntos de contacto más evidentes son: a) la ética empresarial; b) la transparencia y autenticidad de las informaciones suministradas, y c) la relación con las personas interesadas. En este sentido, cabría señalar que la principal intersección entre gobernabilidad corporativa y responsabilidad social está en las buenas prácticas gerenciales. No parece posible, con todo, restar relevancia a las políticas públicas en cuanto mecanismo inductor de responsabilidad social y buenas prácticas de gobernabilidad corporativa. Tal inducción puede ser positiva, por ejemplo, en el sentido de perfeccionar leyes ambientales, pero también puede ser negativa, cuando las empresas deben asumir roles como consecuencia de la fragilidad u omisión del Estado en el tratamiento de cuestiones sociales. Cabe esperar, además, que la estructura de propiedad tenga influencia en el proceso de toma de decisiones (no sólo en su desarrollo, sino a la vez y principalmente respecto a los objetivos consi-

derados) y en el involucramiento con otros grupos interesados (gobierno, empleados, consumidores, proveedores y comunidades). Si esta interpretación fuera correcta, la gobernabilidad corporativa y la responsabilidad social podrían ser analizadas en general como la relación biunívoca entre accionistas, ejecutivos y demás grupos interesados ya mencionados.

Las estrategias empresariales, en particular las estrategias corporativas y de internacionalización, constituyen el tercer elemento del trinomio en el cual se basa este libro. Las estrategias corporativas se entienden aquí como acciones en el ámbito de las decisiones relativas a la dirección del negocio: diversificación de líneas de productos o de mercados geográficos, o bien su opuesto, la focalización.

Las estrategias empresariales están asociadas a la gobernabilidad corporativa y a la responsabilidad social. Las reglas externas a la empresa definen los límites de su funcionamiento; las reglas internas rigen directamente su conducta y son definidas por sus controladores, quienes pueden o no interactuar con los demás grupos interesados respetando y tomando en consideración sus intereses. La estructura de propiedad, por tanto, y la capacidad de atracción de recursos (a través de préstamos o de emisión de acciones) pueden influir en el desempeño, la tasa de crecimiento y el foco de actuación de las compañías. La definición de las reglas de conducta o de gobernabilidad, como el grado de importancia otorgado a los temas asociados a la responsabilidad social y ambiental, pueden análogamente ser considerados en la evaluación de la colocación de recursos por parte de los inversionistas institucionales (como de hecho lo son de forma creciente). La internacionalización productiva, por lo demás, puede favorecer la obtención de recursos financieros en otros países e inducir de esta forma una convergencia funcional no sólo en términos de buenas prácticas de gobernabilidad corporativa, sino también en el ámbito de la propia estrategia empresarial.

En un plano más general, dos tipos de visiones vinculan gobernabilidad corporativa y desarrollo económico. Una visión puede ser caracterizada como instrumental, ya que enfatiza dos mecanismos directos de asociación entre ambos términos. En primer lugar, la gobernabilidad corporativa se relaciona directamente con financiamiento e inversión. O sea, la capacidad de atracción de nuevos accionistas está íntimamente asociada a la estructura de propiedad y a las prácticas de gobernabilidad corporativa. En los países en desarrollo, de hecho, la fragilidad del mercado financiero y la escasez de fuentes de recursos compatibles con inversiones de larga maduración son dos de los más notables obstáculos al crecimiento. Un segundo mecanismo se refiere a los impactos de la gobernabilidad corporativa sobre la eficiencia del sistema económico. La presión para que los gerentes sean más disciplinados (y monitoreados) hace que los procedimientos de gobernabilidad corporativa resulten en una asignación de recursos más eficiente.

Una segunda visión, más amplia, presta atención a la transformación de las instituciones. Como se ha señalado en esta introducción, las instituciones de gobernabilidad corporativa se relacionan con el cambio de sistemas de gobernabilidad política y económica que transitan desde aquellos basados fundamentalmente en relaciones personales hacia aquellos otros basados en reglas impersonales. Desde este punto de vista,

los beneficios de la gobernabilidad corporativa trascenderían las cuestiones meramente económicas de carácter general, no menos que las relativas al interés de las grandes empresas, que son de carácter particular. Reconocer, por tanto, estos efectos de “transbordamiento” implicaría al mismo tiempo realzar la importancia de la gobernabilidad corporativa como objeto de las políticas públicas y enfrentar aquellas sustanciales barreras que han de ser superadas.

Los mecanismos internacionales de inducción de estrategias empresariales que explicitan sus procedimientos de gobernabilidad corporativa y responsabilidad social han sido abordados en diversos capítulos. Algunos ejemplos son suficientes para ilustrarlo. En lo que concierne a gobernabilidad corporativa, se señala que las propuestas de cambios en las legislaciones relativas al mercado de capitales en Brasil, Chile y México han sido notablemente similares, ya que se diseñaron en estrecha cooperación con la International Financial Corporation (CFI) y compartieron los principios de gobernabilidad corporativa de la OCDE.

Respecto a la responsabilidad social, algunas de las principales iniciativas citadas fueron la modificación de las directrices para las empresas multinacionales de la OCDE, que incluyen el marco de la sostenibilidad y los diez principios del Pacto Global de las Naciones Unidas. Es interesante confirmar otra vez el papel prominente de la OCDE, algunas veces en cooperación con la CFI. Estas instituciones propagan informaciones, establecen parámetros comparativos, fomentan el intercambio de experiencias entre los diversos gobiernos. Un papel similar ha cumplido el Banco Mundial en relación con la privatización.

Cabe argumentar que uno de los mecanismos de inducción lo constituye la literatura, cuyo influjo puede observarse en diversos actores, así de organismos públicos como de las empresas. Se ha observado igualmente, respecto de éstas, que la comunidad financiera internacional ha estimulado a los grupos económicos diversificados de países en desarrollo a focalizar sus actividades. Sin la misma capacidad de presión, pero con el mismo discurso, las empresas de consultoría y los académicos ligados al área de estrategia empresarial destacan, a partir de la evidencia de los países desarrollados (en particular Estados Unidos), las desventajas de la diversificación conglomerada.

Además del discurso, existen mecanismos más incisivos de inducción, como los relacionados con la concesión de préstamos y con las reglas impuestas a las empresas cuando sus acciones se cotizan en las bolsas de valores en el exterior. Sin duda, la ley Sarbanes-Oxley afecta directamente a las empresas latinoamericanas que poseen certificados estadounidenses de depósito de acciones extranjeras (ADR). Ésta tiende incluso a servir de patrón (muchas veces de manera equivocada) a empresas que, sin cotizar en bolsas de valores de Estados Unidos, pretenden atraer inversionistas internacionales.

Si bien algunos mecanismos de inducción resultan efectivos, se observan resistencias considerables. En muchas ocasiones los obstáculos son aparentes, como se desprende de la disociación entre retórica y práctica efectiva. Las empresas se muestran preocupadas por la gobernabilidad corporativa y a la vez presionan al Congreso para evitar mayores concesiones a los accionistas minoritarios. De igual forma, no es

raro observar una acción social mitigadora puntual, en lugar de una gestión que incorpore efectivamente los criterios de responsabilidad social y ambiental. En este sentido, los avances en términos de gobernabilidad corporativa y de responsabilidad social acarrearán dificultades, o por lo menos tienden a privilegiar aspectos menos críticos. En el ámbito de la gobernabilidad corporativa de las empresas latinoamericanas en comparación con la estructura de propiedad, su mejor desempeño en los ítems relacionados con las prácticas gerenciales ratifica lo anterior.

Lo más importante, tal vez, reside en que los avances en términos de gobernabilidad corporativa en América Latina hayan sido tan solo parciales.

Comparando los mecanismos de inducción con las resistencias, podemos llegar a las principales conclusiones:

- a. En términos de responsabilidad social y ambiental los avances son aún parciales en América Latina. Esto se debe, en parte, a que las empresas no han incorporado una visión más integrada del negocio. En relación con la gobernabilidad corporativa, aunque las empresas estén cada vez más preocupadas por la imagen, la divulgación de informaciones y la transparencia, son pocas aquellas que aceptan cambios más sustantivos tanto en el consejo de administración como en los comités de auditoría. El funcionamiento adecuado de estos órganos es esencial para una autorregulación efectiva. Por otra parte, la mayoría de las grandes empresas latinoamericanas prácticamente no han modificado las principales características de su estructura patrimonial. Tampoco se ha operado una rápida e inequívoca convergencia de los patrones de gobernabilidad corporativa, responsabilidad social, estrategias empresariales y factores determinantes de los resultados en dirección del paradigma estadounidense.
- b. La contribución de la gobernabilidad corporativa al desarrollo trasciende la percepción convencional que se basaba principalmente en la disminución de costos de capital y en el mejoramiento de la eficiencia y la liquidez del mercado de capitales. Por medio de regulaciones el poder público puede promover e inducir conductas empresariales que respeten y tomen en consideración los intereses de determinados grupos, principalmente aquellos que no tienen puntos de apoyo suficientes para influir directamente en el proceso de decisiones de empresas.
- c. Las políticas públicas han sido dirigidas especialmente a las grandes empresas con acciones en bolsas de valores, las que a pesar de su importancia económica no necesariamente son las que representan el mayor impacto social y ambiental.
- d. En América Latina se han promulgado nuevas leyes relativas al mercado de capitales. Por sí solas, sin embargo, no garantizan una protección a los accionistas minoritarios. A esto se añade la lentitud del sistema judicial. La ley Sarbanes-Oxley no constituye la mejor norma o modelo para las necesarias reformas de los marcos regulatorios en los países en desarrollo.

- e. No se observa una convergencia de las estrategias corporativas y la internacionalización de las grandes empresas industriales latinoamericanas en dirección al estilo del patrón estadounidense. En tanto que la literatura estadounidense enfatiza los efectos negativos de la diversificación productiva sobre el desempeño, en relación con las empresas latinoamericanas este argumento resulta incipiente y poco conclusivo. Los factores determinantes de los resultados de las empresas en América Latina exhiben algunas diferencias significativas con respecto a la evidencia estadounidense. En América Latina el desempeño empresarial se explica menos por aspectos intrínsecos a su negocio y por la dinámica del sector económico que en Estados Unidos.
- f. El diagnóstico señalado puede resumirse en la denuncia del tratamiento de la gobernabilidad corporativa y la responsabilidad social como temas específicos de las grandes empresas, hasta el extremo de que sus principales impactos se restringieran a éstas. Reconocer que los impactos positivos se diseminan en la sociedad no sólo realza la importancia de estos temas, sino que incide igualmente en la forma de orientarlos. En otras palabras, gobernabilidad corporativa y responsabilidad social deberían ser consideradas por los gobiernos latinoamericanos como instrumentos de desarrollo. En términos más categóricos, se torna preciso ampliar la masa crítica, superando de esta forma la situación actual, en la que tan solo un grupo restringido de especialistas se encuentra comprometido.

En realidad, el problema no está en el diagnóstico de la situación de gobernabilidad corporativa y responsabilidad social en América Latina. Incluso ya existen instrumentos comparativos probados, como los de la OCDE. El problema es que esos diagnósticos son puntuales, no replicables y mayoritariamente de circulación restringida. Sería deseable que se realizasen con periodicidad definida y con una divulgación más amplia. Un mecanismo recomendable para una mayor difusión del tema podría ser el establecimiento de premios nacionales a la gobernabilidad corporativa social y ambientalmente responsable.

Otro aspecto relevante es el peso relativo de las leyes. En los últimos años han sido promulgadas en algunos países latinoamericanos nuevas leyes de mercados de capitales y de quiebra. No han sido escasas las críticas a la timidez de las propuestas. Promulgar nuevas leyes suele ser un arduo proceso para el poder legislativo, especialmente en las actuales condiciones de funcionamiento del poder judicial (lentitud y desconocimiento de los asuntos financieros por parte de los jueces). Mejorar la eficiencia del poder judicial en términos de gobernabilidad corporativa y responsabilidad social probablemente sea el objetivo inmediato. En definitiva, los avances en el desempeño del órgano encargado de supervisar el mercado de capitales, en cuanto a la dotación de profesionales cualificados, se ven afectados por las ineficiencias y falta de información reflejados en los fallos del poder judicial y por la falta recurrente de recursos para cubrir los pagos a tiempo. Peor que una legislación que no funciona es simplemente su incumplimiento. El poder judicial exhibe su importancia cuando se

tiene en cuenta que la ética empresarial está asociada al desempeño social y ambientalmente responsable de la gobernabilidad de una empresa. Los casos de corrupción e impunidad en América Latina no son raros. Mejorar los mecanismos de gobernabilidad política significa perfeccionar la gobernabilidad empresarial.

Al observar que la estructura patrimonial de las empresas latinoamericanas tiende a permanecer concentrada y que las compañías parecen cada vez más dispuestas o resignadas a modificar sus prácticas gerenciales relacionadas con la gobernabilidad corporativa, las políticas gubernamentales deberían asumir estas prácticas como uno de sus objetivos prioritarios. Es preciso estimular la transparencia y la divulgación de informaciones confiables para posteriormente enfrentar asuntos más críticos como la composición del consejo de administración o los comités de auditoría. Es preciso generar el sentimiento de urgencia, de mejoramiento continuo. De esta forma fue como la apertura económica influyó en la reducción de costos. Al constituir un proceso que involucra instituciones, la gobernabilidad corporativa y la responsabilidad social demandan tiempo para establecerse como práctica de consenso y rutina. Un proceso de cambio requiere tiempo y persistencia en las acciones para que llegue a concretarse. Por tanto, no se debe pensar en transformaciones súbitas, sino más bien en procesos graduales y acumulativos. Gobernabilidad corporativa y responsabilidad social deberían tratarse a partir de un abordaje progresivo, sin esperar grandes y profundas modificaciones del patrón que se pretende transformar y que fue sedimentado a lo largo del tiempo. Para conseguir algún resultado en el futuro es preciso capitalizar las iniciativas existentes y continuar avanzando.



# Capítulo I

## GOBIERNO CORPORATIVO PARA EL DESARROLLO ECONÓMICO

*Charles Oman*<sup>1</sup>

### 1. Introducción

La importancia del gobierno de las corporaciones para el desarrollo económico de una nación ha sido ampliamente ignorada. Prácticamente se mantuvo ausente de las políticas de desarrollo hasta que la crisis financiera de Asia oriental en 1997-1998, seguida inmediatamente por las crisis en Rusia y Brasil, atrajo la atención sobre los problemas del “capitalismo amiguista” y su relación con las débiles prácticas de gobierno corporativo en varias economías de mercado emergentes. Ahora, cuando ha disminuido la expectativa de una amenaza global a los mercados financieros, cuando esas crisis se han superado y se han debilitado las presiones para fortalecer el gobierno corporativo en los mercados emergentes, el peligro está en que disminuyan las iniciativas nacionales para mejorar significativamente el gobierno de las corporaciones en economías de mercado emergentes, en transición o en desarrollo. Por el contrario, tales esfuerzos deben ser fortalecidos.

Los trabajos de la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos (OCDE) sobre el gobierno corporativo –tanto las investigaciones del Centro de Desarrollo sobre su función en procesos de desarrollo nacional<sup>2</sup> como las mesas redondas regionales sobre los principios de gobierno corporativo de la OCDE–<sup>3</sup> muestran que sistemas sanos de gobierno corporativo son más importantes de lo que usualmente se percibe para el crecimiento económico de largo plazo de esas economías. Esa importancia es resaltada por el hecho de que prácticamente todos los países con mercados emergentes y en desarrollo atraviesan procesos difíciles de transformación en los que las prácticas de gobierno corporativo desempeñan un papel clave. Estas transforma-

---

<sup>1</sup> Colaboró en la traducción y organización del artículo de Ramiro Pizarro, de la Misión de Chile ante la OCDE.

<sup>2</sup> Véanse en particular Oman, ed. (2003), Oman, *et al.* (2003) y Meisel (2004).

<sup>3</sup> Véase en particular OCDE (2003) el “libro blanco” (*white papers*) para América Latina y OCDE (2003a) “Experiences from the Regional Corporate Governance Roundtables”.

ciones contienen cambios profundos en las áreas políticas y económicas del gobierno de una nación y generalmente implican el tránsito desde sistemas relativamente cerrados, orientados hacia adentro y reactivos a las fuerzas de mercado, hacia sistemas más abiertos y pro mercado, al tiempo que en la vida política se transita hacia sistemas más democráticos. En los dos niveles, el cambio es hacia sistemas de gobierno que fundamentan sus operaciones en reglas impersonales conocidas y respetadas por todos, dejando atrás sistemas menos transparentes, fuera del control de la opinión pública y a menudo muy dependientes de relaciones personales.

## 2. ¿Qué es el gobierno corporativo?

El gobierno de las corporaciones comprende las instituciones públicas y privadas de un país, formales e informales, que regulan la relación entre los actores que, por una parte, realmente controlan y manejan las corporaciones –los controladores (*corporate insiders*)– y aquellos que, por otra, invierten recursos en ellas.<sup>4</sup> Esas instituciones son formales, como la legislación sobre sociedades anónimas, las leyes y reglas sobre títulos y valores, las reglas sobre rendición de cuentas (*accountability*) y los sistemas jurídico y de regulación pública necesarios para aplicarlas, no menos que instituciones informales, como la ética empresarial y los comportamientos habitualmente aceptados que no obedecen a reglas escritas. Las informales son de igual o mayor importancia que las formales en la determinación de las verdaderas prácticas empresariales cotidianas.

En lugar de elaborar una lista de instituciones de gobierno corporativo, cuyos elementos concretos y específicos varían necesariamente de un país a otro,<sup>5</sup> resulta más útil para comprender el significado del gobierno corporativo subrayar su *objetivo*, que es común a todos los países. Ese objetivo tiene tres dimensiones:

- a. Facilitar y estimular el desempeño de las corporaciones por medio de la creación y preservación de los incentivos que motivan a quienes las manejan para que maximicen la eficiencia operativa de las empresas, el retorno de sus activos y el crecimiento de largo plazo de su productividad.
- b. Limitar el abuso de poder sobre los recursos de las corporaciones por parte de quienes las controlan y manejan –ya sea que roben sus activos o desvíen de múltiples maneras recursos corporativos para uso privado, ya sea que causen un desperdicio significativo de esos recursos (el denominado “problema de agencia”)–, acciones que generalmente resultan del comportamiento egoísta de esos controladores y administradores.

---

<sup>4</sup> El concepto de inversionista incluye no sólo a accionistas y acreedores, sino también al capital humano relativamente inmovilizado en una corporación y a los proveedores de otros activos tangibles e intangibles que ésta utiliza para operar y crecer.

<sup>5</sup> Véase en particular el anexo 1 en Oman *et al.* (2003).

- c. Proveer los medios para supervisar el comportamiento de los controladores, asegurando la necesaria transparencia, el comportamiento responsable y el escrutinio de las corporaciones, así como la protección de los intereses de todos los inversores y de la sociedad respecto a los intereses de los administradores, con una razonable relación entre costo y eficacia.

Las instituciones de gobierno corporativo, por tanto, sirven para determinar lo que una sociedad considera estándares aceptables y asegurar que las corporaciones los cumplan.

### **3. La importancia del gobierno corporativo para el desarrollo**

A menudo se piensa que el gobierno corporativo es importante únicamente para aquellas compañías con acciones transadas públicamente que buscan captar más capital de fuentes externas mediante la venta de nuevas acciones. Suele estimarse, tal como la evidencia lo sugiere,<sup>6</sup> que las empresas bien gobernadas deberían conseguir financiamiento a más bajo costo que las compañías mal gobernadas, ya que éstas han de pagar un premio por riesgo para que potenciales inversionistas acepten invertir en ellas.

La razón por la cual en los países en desarrollo ha sido ampliamente ignorada la importancia del gobierno corporativo, está en el predominio de empresas pequeñas que no emiten acciones y de grandes empresas de propiedad familiar, estatal o extranjera cuyas acciones tampoco son transadas localmente. Parece equivocada, no obstante, la percepción según la cual el gobierno de las corporaciones es de escasa importancia para países que no tienen un gran número de compañías con acciones transadas públicamente. Dicha percepción resulta errónea al observar que las instituciones de gobierno corporativo están en el centro de uno de los desafíos que casi todas las economías en desarrollo deben enfrentar: cómo moverse exitosamente desde sistemas de gobierno político y económico basados fundamentalmente en relaciones personales a sistemas basados en reglas impersonales.

Este cambio es particularmente importante y difícil en esas economías por dos razones. Primero, porque los controladores pueden fácilmente explotar a otros inversionistas y apropiarse de rentas a partir del manejo que ejercen sobre las corporaciones (el “problema de expropiación”). Segundo, por la ineficiencia derivada de los juegos de suma negativa entre grupos poderosos arraigados en las estructuras de poder económico y político, grupos que a menudo incluyen a los controladores de las grandes empresas públicas y privadas. En muchas economías en desarrollo los efectos combinados del problema de expropiación y de esos juegos de suma negativa dificultan seriamente el crecimiento de la productividad a largo plazo y traban, por tanto, el desarrollo.

---

<sup>6</sup> Para una revisión de la evidencia en los países miembros de la OCDE, véase OCDE (2003b). Véase también Fremont y Capaul (2002).

La importancia del gobierno corporativo, entonces, se extiende más allá del sector corporativo de esas economías. Su carácter determinante se revela no sólo en el hecho de que la riqueza del sector corporativo afecta a toda la economía de un país, incluido su sector no corporativo, sino igualmente al observar que la calidad de las instituciones de gobierno (de la cual el gobierno corporativo es ahora una parte integrante) resulta decisiva para el desarrollo. La capacidad de transitar desde instituciones basadas en relaciones personales a instituciones públicas y privadas basadas en reglas, es condición fundamental para el éxito del proceso de desarrollo de largo plazo en todo tipo de país.

#### **4. De gobiernos basados en relaciones personales a gobiernos basados en reglas**

A pesar de las grandes diferencias en cultura, historia, tradición legal e instituciones políticas y económicas, en la actualidad virtualmente todas las economías de mercado emergentes y en desarrollo, así como las economías en transición, se encuentran en medio de un doble y a menudo difícil tránsito hacia sistemas de gobierno política y económicamente más transparentes, sujetos a control público, basados en reglas y proclives a políticas favorables al mercado.

Bajo los sistemas anteriores –industrialización basada en la sustitución de importaciones, por ejemplo– las grandes empresas públicas y privadas obtenían financiamiento de largo plazo del Estado o de instituciones que manejaban recursos públicos, como los bancos nacionales de desarrollo. Algunos países alcanzaron un crecimiento económico significativo mediante la masiva movilización de factores productivos, la que a menudo involucraba ahorro forzoso y grandes inversiones en capital humano; incluso lograron fuertes aumentos de productividad en el sector corporativo, que es clave para el desarrollo de largo plazo.

No sabemos si son irreversibles el debilitamiento o colapso de los sistemas anteriores y las acciones tendientes a alcanzar sistemas de cooperación entre actores políticos y económicos más transparentes y sujetos a control público. Lo que sí está claro es que dichos procesos constituyen hoy una oportunidad crucial para un cambio necesario en las estructuras de gobierno.

#### **5. El problema de expropiación**

Gran parte del debate reciente sobre el gobierno de las corporaciones se ha concentrado en el problema denominado de “principal/agente” o de “agencia” que concierne a la tendencia a contaminar la relación entre los accionistas (principales) y los administradores (agentes). Este problema surge a partir de la separación de la propiedad y la administración (o control) en empresas cuyas acciones están dispersas entre gran número de accionistas, sin que ninguno controle un porcentaje significativo de éstas, como prevaleció en Estados Unidos e Inglaterra durante buena parte del siglo xx. Muchos autores, basados en la experiencia de estos dos países, argumentan que el propósito de un régimen de gobierno corporativo es proteger los intereses de

los accionistas. Esto es así, argumentan, debido a que mientras los intereses de otros inversores de recursos en las corporaciones pueden quedar defendidos mediante relaciones contractuales, los accionistas son reclamantes residuales, cuyos intereses sólo pueden encontrar protección en las instituciones de gobierno corporativo.

La existencia de una buena infraestructura institucional –reconocimiento amplio y efectivo de los derechos de propiedad; acción de sistemas legales, judiciales y de regulación eficaces– parece crucial para cualquier sistema de gobierno corporativo. Aunque semejante infraestructura pueda considerarse como asegurada en gran parte de los países de la OCDE, este no es el caso en muchas economías en desarrollo. No menos decisivo es el hecho de que, fuera de Estados Unidos e Inglaterra, una amplia dispersión de la propiedad no es la regla, sino la excepción. Lo que prevalece en muchas de esas economías (así como en varios países de la OCDE) son corporaciones cuya propiedad está concentrada en accionistas dominantes que directamente controlan a los administradores.

En muchas de estas economías asume un papel, aun más importante que la propiedad en sí misma, la presencia de propiedades cruzadas (*cross-shareholding*), la emisión de múltiples clases de acciones con derecho diferenciado de voto en una compañía o la existencia de estructuras piramidales de propiedad corporativa.<sup>7</sup> Estos mecanismos son usados por propietarios administradores dominantes con el propósito de controlar más activos corporativos de los que podría justificar su tenencia directa de acciones.<sup>8</sup>

Los conflictos de intereses en estas economías se dan más entre accionistas controladores, accionistas minoritarios (locales o extranjeros) y otros inversionistas, que entre administradores y accionistas, como es el caso en Estados Unidos e Inglaterra. Estos conflictos son comúnmente llamados “problema de expropiación”, puesto que la tendencia dominante consiste en que los controladores saquen ventaja de su control sobre los recursos corporativos para expropiar o desviar recursos desde la corporación, privando a los accionistas minoritarios y frecuentemente a otros inversores de

---

<sup>7</sup> Una “pirámide” existe cuando una corporación (en la parte más alta de una pirámide) tiene un paquete accionario dominante (51%, por ejemplo, aunque un porcentaje menor puede ser suficiente) y, por tanto, controla una o más compañías (el segundo nivel de la pirámide), cada una de las cuales puede a su vez tener paquetes accionarios dominantes en otras compañías (tercer nivel) y así sucesivamente. Los controladores que tienen una posición dominante en la cúspide de la pirámide, frecuentemente un *holding* o conglomerado, pueden así controlar grupos de corporaciones y activos corporativos a partir de la propiedad de un porcentaje muy pequeño del total de acciones de las corporaciones en los niveles inferiores de la pirámide.

<sup>8</sup> Este fenómeno es conocido en la literatura como “derecho efectivo de control”, el que excede a los “derechos de flujo de caja” (*cash flow*). Bebchuk y otros (1999) muestran por qué cuando las pirámides, la propiedad cruzada de acciones o la emisión de acciones múltiples son usadas por los controladores para incrementar sus “derechos de control” más allá de sus “derechos de flujo de caja”, el resultado se traduce en costos de expropiación “muy grandes... de un orden de magnitud incluso más grande que los costos asociados con situaciones en las que un grupo de accionistas controla la mayoría de los derechos de flujo de caja”.

lo que podría estimarse su participación justa en los ingresos provenientes de los recursos que han aportado. El “problema de expropiación”, al contrario del “problema de agencia”, tiende a prevalecer en países que tienen corporaciones cuya propiedad está fuertemente concentrada y a ampliarse y agravarse por efecto de la práctica de los controladores de usar ampliamente la emisión de múltiples clases de acciones y las estructuras de propiedad cruzadas o piramidales. Estas técnicas no solamente permiten a un número pequeño de accionistas dominantes controlar una parte de los activos corporativos que resulta mayor de lo que su tenencia de acciones justificaría, es decir, mayor que los ingresos derivados de los derechos de su propio flujo de caja, sino que pirámides, propiedades cruzadas y múltiples clases de acciones sirven también para dar a los controladores un significativo acceso a recursos financieros, incluyendo aquellos expropiados de otros inversionistas.

El uso generalizado de estructuras de propiedad piramidal y cruzada y de la emisión de múltiples clases de acciones tiene, además, el efecto de reducir significativamente y aun eliminar la presión financiera que reciben los controladores para mejorar los gobiernos corporativos.<sup>9</sup> Por mucho que éstos manifiesten la necesidad de tal mejoramiento de las prácticas corporativas, los beneficios que obtienen de las rentas controladas de las corporaciones explican por qué, no obstante, se resisten a ello.

## 6. Intereses creados

En muchas economías los efectos del problema de expropiación se agudizan en un destructivo juego de suma negativa entre intereses creados de grupos que se enquistan en estructuras de poder político y económico fuertemente concentradas y oligopólicas.<sup>10</sup> La considerable extensión de este comportamiento entre poderosos grupos locales fuertemente vinculados a inversionistas internacionales resulta particularmente dañina, hasta el punto de debilitar o minar una saludable competencia y un adecuado funcionamiento de los mercados –indispensable para que un país logre un crecimiento razonablemente sostenido de la productividad–, poniendo en riesgo de esta forma el desarrollo económico y la consolidación de las instituciones políticas democráticas.

Bien cabe sostener que ha tenido un impacto positivo la decisión de muchos países en desarrollo de privatizar las empresas estatales, reducir las regulaciones que res-

---

<sup>9</sup> Los ejecutivos que representan a accionistas mayoritarios pueden usar distintas clase de acciones, especialmente estructuras cruzadas y piramidales de propiedad corporativa (individualmente y en combinación, con efectos acumulativos), como sustitutos del desarrollo de un mercado financiero nacional basado en reglas. Estos sustitutos tienen la ventaja adicional, para esos ejecutivos, de que en lugar de diluir su control sobre una corporación, como sucedería con la venta de acciones para captar fondos de fuentes externas a la empresa, en realidad lo incrementan, algunas veces muy por encima de sus acciones nominales. Véanse Oman (2003) y OCDE (2003a).

<sup>10</sup> Estas estructuras de poder se reflejan claramente en la estructura de propiedad corporativa que a menudo resulta visible en las empresas de propiedad estatal y en los grandes grupos empresariales de propiedad familiar.

tringían la competencia, liberalizar el comercio y la inversión, y atraer inversionistas internacionales. Dichas políticas, empero, no han sido suficientes para crear las dinámicas y los procesos interactivos capaces de asegurar el crecimiento de la productividad a largo plazo, ni tampoco lo son para lograr y sostener las reformas políticas y económicas necesarias que permiten avanzar exitosamente en la lucha contra la corrupción y la pobreza, fortalecer la democracia política y modernizar el Estado. A estos países, aun más que a aquellos que son miembros de la OCDE, unas instituciones de gobierno corporativo que funcionen eficazmente les son cada vez más necesarias para complementar y reforzar los todavía débiles mecanismos de competencia de precios (mecanismos que son contrarios a las rivalidades estratégicas y los juegos de suma negativa que tienden a prevalecer en estructuras de mercado y de poder fuertemente oligopolizadas), no menos que las frágiles instituciones de la democracia política.

En la actualidad, cuando la globalización amplía y fortalece el impacto de las fuerzas de mercado y se sobrepone a la regulación de los gobiernos nacionales y regionales, el gobierno corporativo parece aun más importante que en el período de posguerra. En muchas economías en desarrollo pueden observarse dos fenómenos que inciden en esa relevancia. Uno, positivo, es la ola de cambios que diversos países están experimentando en el sentido de orientarse a políticas favorables a los mercados. El otro, negativo, es la continuidad y persistencia de comportamientos rentistas de los controladores que ejercen ampliamente su poder en el sector público y en el privado, no menos que de oligopolios con estructuras de poder muy concentradas,<sup>11</sup> altamente proclives a otorgar beneficios personales a expensas del interés general de la empresa (*self dealing*).<sup>12</sup>

Las consecuencias más difundidas de este comportamiento (discutido más adelante en la sección de obstáculos al cambio) son el desperdicio de recursos controlados por las corporaciones, la ineficiencia económica en el uso del capital (entre las ineficiencias dinámicas más importantes están la resistencia a la innovación y a la inversión en nuevas capacidades) y la exacerbación y perpetuación de la inequidad social. Otras consecuencias generalizadas son la resistencia al cambio, reflejada en extrema rigidez, y la excesiva y aparentemente paradójica inestabilidad en la toma de decisiones y en el ejercicio del poder en las esferas política y económica. El resultado com-

---

<sup>11</sup> Para un análisis del costo significativo que tiene para un país un oligopolio, en términos del desempeño de su sistema de gobierno corporativo, en contraposición a una estructura de poder monopólica, véase Meisel (2003).

<sup>12</sup> *Self dealing* es la expropiación o desviación de activos de una empresa por parte de controladores. Algunas veces se lo llama desmantelamiento de activos (*asset stripping*), de ingresos o de posibilidades de ganancia. El significado de *self dealing* incluye: i) compras de insumos a precios excesivamente altos, efectuadas por amigos o parientes cercanos, a firmas presumiblemente controladas por los controladores corporativos, o venta de productos a precios excesivamente bajos; ii) préstamos obtenidos a tasas de interés excesivamente altas o colocaciones a tasas de interés excesivamente bajas; iii) cesión (*lease*) de los activos de una empresa a tasas por debajo de las de mercado; iv) garantías de préstamos a otras empresas o individuos; y v) apropiación de activos corporativos tangibles e intangibles sin compensación.

binado es un serio obstáculo al desarrollo de largo plazo de un país.<sup>13</sup> El mejoramiento del gobierno corporativo tiende a incrementar significativamente el flujo de recursos financieros a las empresas y a rebajar los costos del financiamiento internacional y local. No menos importante, empero, es su contribución a la reducción de las ineficiencias y distorsiones en la asignación de recursos humanos y materiales para la inversión real, así como para la superación de los juegos de suma negativa que resul-

### **Recuadro I.1** PROPIEDAD Y CONTROL

En las cinco regiones del mundo donde se realizaron las mesas redondas regionales para la revisión de los principios de gobierno corporativo de la OCDE, se observó un alto grado de concentración de propiedad y control en compañías individuales o grupos de compañías. Mientras que la concentración de propiedad es vista como una solución al problema de “principal/agente” en el gobierno corporativo, la ausencia de un marco legal y de regulaciones que resulte creíble puede llevar a que los beneficios esperados no se concreten. Esto es especialmente cierto cuando el control se mantiene mediante una estructura piramidal y de intereses cruzados que llevan a la separación entre propiedad y control. Esto se agrava por la información insuficiente acerca de la propiedad última y por el uso de estructuras de control no transparentes. Todas las mesas redondas regionales han resaltado los problemas potenciales que surgen de esta combinación de propiedad concentrada, desprotección de los inversionistas más débiles e insuficiente revelación de información. En los “libros blancos” producidos en el proceso se adopta un enfoque amplio que pone el énfasis en la mayor transparencia y revelación de información, en directorios de empresas más eficaces, en la protección de derechos y en el trato equitativo de los accionistas.

Cuando la protección de los accionistas minoritarios es inadecuada, el control de los accionistas mayoritarios puede extraer beneficios de la compañía a costa de los minoritarios y de otros grupos interesados (*stakeholders*). Esto puede dañar a los accionistas minoritarios, retardar el desarrollo del mercado accionario y limitar a las compañías el acceso al capital. De todas maneras, un ambiente de mal gobierno corporativo también tiene costos para el controlador accionario, al dificultar su gestión y limitar el uso de gestión profesional.

En muchos países el Estado permanece como importante propietario de activos empresariales, a pesar de los masivos procesos de privatización de los últimos diez años. Tanto la continuidad de la presencia estatal como el legado de la privatización presentan desafíos al gobierno corporativo, especialmente en cuanto atañe al mejoramiento del gobierno de las empresas públicas y a la protección de los accionistas de las empresas privatizadas.

Fuente: *Experiencias de las mesas de gobierno corporativo regional*, OCDE, 2004.

<sup>13</sup> Véanse Oman (2003), OCDE (2003a) y CIPE (2002).

tan de la rivalidad estratégica entre carteles. Tales desperdicios y distorsiones, al igual que la conservación del *statu quo*, son algunas de las principales restricciones al desarrollo y al crecimiento sostenido de la productividad.

## **7. Fuerzas en favor y en contra del mejoramiento del gobierno corporativo**

En años recientes se han fortalecido las tendencias que trabajan a favor y en contra de mejoramientos significativos del gobierno corporativo en las economías en desarrollo. Entre las tendencias favorables resulta particularmente relevante el rápido crecimiento de los inversionistas institucionales, tanto en los países de la OCDE como en un número creciente de países en desarrollo. Por lo demás, una combinación de factores ha contribuido a incrementar notablemente, en estos últimos, la demanda de las corporaciones por fondos de inversión provenientes de fuentes no tradicionales y externas a la firma. Por otra parte, entre las resistencias al cambio del gobierno corporativo son particularmente importantes aquellos grupos de interés enquistados en las corporaciones que se benefician de las rentas provenientes del control que ejercen en ellas.

Un creciente interés en el gobierno corporativo precedió a los escándalos asociados a Enron, WorldCom, Tyco, Vivendi, Marconi, Ahold, Arthur Andersen y otros en los países de la OCDE, aunque esos episodios ciertamente agudizaron el debate ya existente.<sup>14</sup> Una razón importante que explica dicho interés es el espectacular crecimiento en las carteras de inversión en acciones corporativas locales e internacionales por efecto del acelerado incremento de los fondos de pensiones y otros inversionistas institucionales. Los inversionistas de cartera en los países de la OCDE, en particular los mayores inversionistas institucionales, han sido una importante fuerza en favor de mejoramientos en el gobierno corporativo en las economías de mercado emergentes en la década de 1990, y es probable que continúen siéndolo en el futuro.

Igualmente importante, aunque menos ampliamente reconocido, es el establecimiento y crecimiento de los fondos de pensiones en economías en desarrollo. Pese a que todavía resultan pequeños comparados con los mayores inversionistas institucionales de los países de la OCDE, muchos son, al igual que los inversionistas extranjeros, fuertes compradores de acciones corporativas emitidas localmente, fenómeno que se ha dado en forma complementaria a la privatización de las empresas públicas. Estos fondos locales son una fuerza actual y potencial –tal vez una de las fuerzas más importantes en el largo plazo– para mejorar el gobierno de las corporaciones en las economías en desarrollo.

En un número creciente de países los inversionistas institucionales locales e internacionales, particularmente los fondos de pensiones, han llegado a ser una importante

---

<sup>14</sup> Véase, por ejemplo, “Capitalismo y democracia”, *The Economist*, 28 de junio de 2003.

fuerza en favor de un mejoramiento sustancial del gobierno corporativo. No menos decisivo resulta el hecho de que numerosas corporaciones hayan incrementado en los años recientes su demanda por ese tipo de fondos en las economías en desarrollo.

Una razón para esta creciente demanda –no obstante el uso de estructuras piramidales, propiedades cruzadas y clases múltiples de acciones– es el considerable aumento de la necesidad que impulsa a las corporaciones en todos los países a buscar financiamiento proveniente de fuentes distintas a las internas a la empresa, con el propósito de responder a las crecientes presiones de competitividad desencadenadas por la globalización. La aceleración del cambio tecnológico y de aquel que afecta a la forma dominante de organizar negocios ha conducido a las grandes empresas a efectuar mayores inversiones en activos tangibles e intangibles (incluyendo capital humano y tecnología).<sup>15</sup> En muchos países este factor ha sido especialmente importante después de la privatización de empresas estatales.

A la decisión estratégica de liberalizar el comercio y la inversión y desregular los mercados –un enorme cambio para muchas economías en desarrollo– se han agregado presiones competitivas tan significativas como la privatización de empresas públicas. La profundización de la integración internacional –especialmente intensa, sin duda, entre aquellos países en transición que son candidatos a integrarse en la Unión Europea– ha intensificado la presión competitiva sobre las empresas y acrecentado su demanda por financiamiento externo.

En las economías en desarrollo las corporaciones (especialmente las mayores empresas privadas y las empresas del Estado) dependieron en el pasado principalmente del financiamiento de los bancos nacionales de desarrollo y de otras fuentes de recursos controladas estatalmente, a menudo al amparo de una política industrial. Muchos de esos países han vivido el colapso y aun la desaparición de las relaciones directas que existían entre el sistema político y el sistema financiero. La disminución de la capacidad de las corporaciones para lograr aquel financiamiento de largo plazo ha creado la necesidad de acceder a nuevas fuentes de respaldo financiero.

En la década de 1990 la gran disminución en la oferta disponible de financiamiento externo a la empresa proveniente de las fuentes tradicionales locales fue paralela al crecimiento sustancial de su necesidad. El resultado fue un incremento de las presiones internas en los gobiernos y entre los controladores para mejorar la calidad del gobierno corporativo con el fin de facilitar el acceso de las corporaciones locales a mayores recursos financieros para la inversión.

## **8. Obstáculos para mejorar el gobierno corporativo**

Hay una amplia y significativa resistencia a los cambios requeridos para mejorar el gobierno corporativo. Los grupos que se benefician de las rentas provenientes del

---

<sup>15</sup> Sobre el papel del nuevo modelo de organización de la empresa en la actual ola de globalización y regionalización, véase Oman (1996a y 2000).

control de las corporaciones a expensas de los accionistas minoritarios y de otros grupos de interés locales o internacionales constituyen el principal núcleo de resistencia. Buscando mantener o aumentar su porcentaje de participación en la riqueza del país, estos grupos, llamados “carteles de distribución” (*distributional cartels*) por M. Olson,<sup>16</sup> a menudo gastan importantes recursos controlados por las corporaciones o por el Estado, con el propósito, no de crear nueva riqueza o proveer los bienes públicos necesarios a este fin, sino en acciones destinadas a sustentar la rivalidad estratégica entre ellos mismos. Al manipular el Estado en beneficio de ventajas económicas privadas y usar recursos de las corporaciones para incrementar su participación en el poder político y económico, tales acciones no sólo impiden que prevalezcan precios de competencia, sino que extraen recursos significativos para sostener operaciones de rivalidad estratégica. El resultado es desperdicio y mala asignación de los recursos financieros y reales (materiales y humanos), lo que, a su vez, reduce la capacidad de generar riqueza y constituye un juego de suma negativa altamente perjudicial para la economía como un todo, ya que desencadena dinámicas que entorpecen el crecimiento de largo plazo de la productividad.

Aun más perjudicial que la amplia presencia de los poderes *monopólicos* de esos grupos resulta la tendencia a una menor inversión e innovación de la que podría darse en contextos de precios competitivos. En otras palabras, es destructivo aquel comportamiento estratégico que surge de la rivalidad entre carteles que operan simultáneamente en la economía y en la política local, ya sea por medio de la acción de los controladores corporativos, ya por medio de su influencia en estructuras *oligopólicas* locales de poder.

La rivalidad entre carteles de distribución tiende, por una parte, a impedir los precios de competencia entre las firmas, no menos que cualquier cambio que pudiese romper el balance de poder en el oligopolio. Exhibe, por otra parte, una tendencia a causar cambios innecesarios cuando un miembro o una coalición de miembros de un cartel procura incrementar su poder (porcentaje del mercado, participación en las rentas controladas de la corporación, entre otros) por respecto a otros miembros del mismo. En suma, el resultado combinado para un país tiende a ser: i) significativo desperdicio de recursos de capital, humanos y materiales; ii) menor inversión en las capacidades necesarias para competir en mercados globales; iii) mantenimiento en el tiempo de una burocracia resistente al cambio en las corporaciones y en los gobiernos, y iv) inestabilidad o volatilidad y, por tanto, fragilidad en las instituciones políticas y económicas.

Un resultado adicional en muchos países es la tendencia a reproducir relaciones de clientela que se basan en sistemas políticos y formas de gobierno corporativo in-

---

<sup>16</sup> Olson (1982) hace un análisis detallado del comportamiento de los “carteles de distribución” en países de la OCDE. Explica por qué ciertos grupos ejecutan acciones dirigidas a incrementar su ingreso o riqueza, las que suelen costar a la sociedad mucho más de lo que el grupo gana. El costo para la sociedad incluye recursos desperdiciados, menores ingresos y pocas oportunidades de crecimiento.

suficientemente transparentes y fiscalizables.<sup>17</sup> Tales sistemas de gobierno ofrecen un campo fértil para el crecimiento de “carteles de distribución”. Se crea un círculo vicioso en el que esos sistemas de gobierno de clientela, junto con alimentar las formas perversas de rivalidad estratégica entre “carteles de distribución” y hacer particularmente difícil su superación, acaban trabando gravemente el crecimiento económico. Tal comportamiento obstaculiza, por lo demás, los cambios necesarios para mejorar el gobierno corporativo y la gestión pública y, por tanto, la posibilidad de moverse exitosamente desde un sistema basado en relaciones personales a otro gobernado por reglas. Estos cambios, sin embargo, son cruciales para reducir las rentas derivadas del control corporativo y limitar o superar los efectos dañinos de esa rivalidad estratégica.

Poderosos “carteles de distribución” operan, por cierto, en todos los países, incluidos los de la OCDE. En las economías en desarrollo tienen una gran penetración, hasta el punto de que pueden llegar a anular los beneficios de contar con precios de competencia en el conjunto de la economía, lo que representa en esos países un gran obstáculo al crecimiento de largo plazo de la productividad.

El desafío político está en romper el círculo vicioso recién descrito. Para lograrlo es preciso que quienes formulan políticas y los reguladores presten atención al papel que cumple el gobierno corporativo tanto en el sector financiero como en el sector real de una economía. En ambos, se requiere tomar en consideración no sólo las instituciones de gobierno corporativo, sino asimismo la interacción dinámica entre estas y otras instituciones y políticas relevantes. Más aun, resulta necesario atender a la interacción entre las instituciones de gobierno corporativo y las del gobierno político.

## **9. Implicaciones en el sector financiero**

Para identificar el papel que la formulación de políticas puede desempeñar en el mejoramiento del gobierno de las corporaciones como medio para facilitar el financiamiento de las empresas, conviene aclarar, en primer término y con el propósito de evitar suposiciones erróneas, la importancia relativa del capital accionario y de la venta de acciones como fuentes de financiamiento. Cabe abordar esta cuestión por medio de dos preguntas. La primera, cuál es la importancia de las distintas fuentes de financiamiento a las que acceden las empresas: recursos internos (principalmente utilidades retenidas); o recursos externos, como venta de nuevas emisiones de acciones, deuda intermediada por bancos (préstamos bancarios) y deuda no intermediada (ventas de bonos y otros valores). La segunda, si los controladores desean vender más acciones de las que son capaces de colocar (tal vez debido a un pobre gobierno corporativo) o resuelven no vender más que las acciones efectivamente emitidas.

La evidencia sugiere que la emisión de acciones corporativas no es la principal fuente de financiamiento para la creación de nueva capacidad de producción. Este patrón financiero (una característica de la experiencia histórica de los países de la

---

<sup>17</sup> Véanse Oman (2003) y OCDE (2003a).

OCDE), en el que los recursos internos (utilidades retenidas) en unión con las deudas son sobradamente lo más importante, se encuentra ampliamente representado en las economías en desarrollo.<sup>18</sup> El patrón es consistente con el concepto de orden de preferencias (*pecking order*) en la teoría de finanzas corporativas,<sup>19</sup> no menos que con el aparentemente difundido uso de pirámides, propiedades cruzadas y múltiples clases de acciones que funcionan en muchos de estos países como sustituto de mercados financieros basados en reglas.

En las corporaciones las estructuras de propiedad concentrada pueden entenderse, según indican diversos autores, como una respuesta apropiada a los problemas de agencia en países que exhiben pobres gobiernos corporativos y, especialmente, una débil protección de los derechos de los accionistas minoritarios.<sup>20</sup> La conocida separación entre los derechos de propiedad de las corporaciones y el control efectivo sobre los recursos corporativos (estos últimos exceden a aquéllos) por parte de accionistas dominantes, sin embargo, significa que la propiedad concentrada podría no privar a los controladores de un acceso significativo a recursos externos a la firma. El uso de pirámides, propiedades cruzadas y acciones sin derecho a voto con el propósito de incrementar su control sobre los recursos corporativos no sólo permitiría a los accionistas controladores retener el predominio en una compañía, sino que sería una poderosa fuente de ventaja financiera –hasta el punto de convertirse en una alternativa al mejoramiento de los gobiernos corporativos o a una mayor protección de los accionistas minoritarios– al permitirles ganar acceso a fuentes de financiamiento externas provenientes de accionistas minoritarios y otros inversores.

Desde una perspectiva política resultan de vital importancia –más de lo comúnmente aceptado– las medidas orientadas a reducir y finalmente eliminar las acciones con derecho a voto diferenciado, las propiedades de acciones cruzadas y especialmente las estructuras piramidales de propiedad corporativa. Igualmente importantes son aquellas medidas efectivas dirigidas a combatir directamente la obtención de beneficios personales por parte de los controladores a expensas de los recursos de la empresa, sobre todo las que emplean mayor presión para la difusión de la información y el aumento de la transparencia.<sup>21</sup> Como se verá más adelante, estrechamente relacionado con esto está el desafío del cumplimiento efectivo de las normas (*enforcement*).

### 9.1 *Liquidez*

En el proceso de fortalecimiento de la protección de los derechos de los accionistas minoritarios y reducción, por tanto, del problema de expropiación es preciso no ig-

---

<sup>18</sup> Sudáfrica ha sido la excepción, véase Oman (2003).

<sup>19</sup> Véase Myers Majluf (1984).

<sup>20</sup> Véase Shleifer y Vishny (1997) y Rajan y Zingales (1998a).

<sup>21</sup> Véase OCDE (2003a).

norar los beneficios económicos potenciales que resultan de la separación entre propiedad y administración, siempre y cuando un país ostente instituciones de gobierno corporativo suficientemente fuertes y acreditadas como para tornar eficiente dicha separación.

Uno de los beneficios proviene de un capital accionario atomizado en pequeñas unidades que permite movilizar sustanciales montos de recursos desde una multitud de pequeños accionistas. En tal caso las corporaciones ya no estarían obligadas a depender de inversionistas individuales adinerados. Esto contrasta con situaciones en las que inversionistas institucionales o un pequeño grupo de inversores con recursos pueden por sí solos financiar una nueva empresa o inversión.

Para los accionistas es importante, por lo demás, la posibilidad de diversificar sus acciones corporativas. Su nivel de exposición y de riesgo quedará reducido al distribuir sus paquetes accionarios. Al profundizarse la liquidez de los mercados de capitales, los accionistas pueden cumplir un importante papel en el fortalecimiento de los sistemas financieros nacionales.

Estudios recientes muestran que mucho más importante que el tamaño del mercado de capitales en sí mismo es su liquidez –transacciones en lugar de capitalización–, la que se correlaciona positivamente con el crecimiento económico.<sup>22</sup> Para el desarrollo de largo plazo de una economía nacional, por consiguiente, un buen nivel de liquidez en los mercados *secundarios* (compraventa de acciones previamente emitidas) sería más importante que el rol de su mercado *primario* (emisión y venta de nuevas acciones por parte de empresas).

## 9.2. Complementariedad de bancos y mercados de capitales

Una implicación adicional para los diseñadores de políticas es que las medidas orientadas a fortalecer el sistema de gobierno corporativo deberían ser entendidas como un complemento y no como un sustituto de las medidas necesarias para fortalecer el sector bancario. Un país no puede tener un mercado de capitales fuerte y dinámico sin una banca comercial sana. En efecto, para las empresas pequeñas y medianas, en particular, y para asegurar la liquidez del sistema financiero local, un sistema bancario saludable es una condición imprescindible que favorece el desarrollo, incluso en los países con bajos ingresos.<sup>23</sup>

Otra importante consecuencia para los diseñadores de políticas es la necesidad de prestar especial atención a la calidad de la supervisión bancaria y de los controles prudenciales, así como a las reglas y procedimientos de quiebra.<sup>24</sup> No menos recomendable es atender al gobierno corporativo de las instituciones financieras locales,

---

<sup>22</sup> Sobre la importancia del desarrollo de mercados financieros en el desarrollo económico de largo plazo, véanse, por ejemplo, Berthélemy (2002), Levine y Zervos (1998) y Rajan y Zingales (1998b).

<sup>23</sup> OECD (2003) El “Libro blanco” sobre Asia también señala este punto.

<sup>24</sup> Véase, por ejemplo, el capítulo sobre Brasil, Chile e India en Oman (2003).

especialmente de bancos y fondos de pensiones.<sup>25</sup> Ello implica escuchar requerimientos tanto en el sector real como en el sector financiero –así en los bancos como en las organizaciones de préstamo de largo plazo, públicas o privadas–, como la exigencia de información corporativa o de calidad de las auditorías.

La experiencia sugiere que a los grupos mayores de negocios que operan en el sector real no se les debería permitir que incorporen a los bancos como miembros suyos.<sup>26</sup> La recomendación, de esta forma, se dirige a imponer una efectiva separación entre actividades bancarias comerciales y de inversión en la mayoría de las economías en desarrollo.<sup>27</sup>

En las mesas redondas regionales se hicieron explícitas algunas de las razones que explican el limitado papel de los bancos en las economías en desarrollo. Esto se debe a que en estos países hay por lo general una débil protección a los oferentes de créditos. Enfrentados a un alto riesgo, los bancos frecuentemente tienen que concentrarse en préstamos a gobiernos y crecientemente a consumidores. Cuando prestan tienen poco interés en involucrarse en el gobierno de las compañías: resulta suficiente para ellos manejar su cartera de préstamos. Los casos que se encontraron de banqueros miembros de directorios o de bancos que adquirían acciones sin estar obligados a responder a situaciones de insolvencia o de manejo de deudas fueron la excepción y no la regla.<sup>28</sup>

Los bancos no sólo se han visto entorpecidos por una pobre protección de los derechos de los prestamistas, sino que en diversos países, además, han resultado afectados por las crisis financieras que han dañado y, en algunos casos, prácticamente destruido el sistema bancario. Aunque estén manejados de forma adecuada, son susceptibles de caer y pueden ser severamente perturbados por la inestabilidad macroeconómica. Las respuestas a esa fragilidad son la regulación bancaria y el accionar del banco central. Si bien estas crisis no fueron sólo de pánico bancario y hubo otros factores subyacentes, las prácticas crediticias y el gobierno de los bancos hicieron a algunos países más vulnerables.

En las economías en desarrollo los bancos frecuentemente muestran una estructura de propiedad y otras características que pueden crear conflictos de intereses y perturbar su gobierno. En muchas de ellas prestan a las compañías que pertenecen a su mismo grupo económico, generalmente controlado por un accionista dominante. De manera similar, puede existir propiedad entrecruzada entre una compañía que demanda crédito y un banco, al tiempo que cada una de estas entidades es propietaria

---

<sup>25</sup> El volumen considerable de literatura reciente sobre la alternativa de tomar la ruta del “sistema de gobierno corporativo dirigido por la banca” (tipo alemán de la posguerra, por ejemplo) o más bien la del “sistema basado en mercados de valores” (anglosajón) ha generando una falsa dicotomía; véase, por ejemplo, Carlin y Mayer (1999).

<sup>26</sup> Véase el capítulo sobre Chile en Oman (2003). Véase también OCDE (2003a).

<sup>27</sup> Véanse, por ejemplo, Blommestein y Spencer (1993) y Glaser y otros (2000).

<sup>28</sup> Véase OCDE, “Experience from the Regional Corporate Governance Roundtables”, abril de 2004.

de parte de la otra. Tales relaciones conducen a préstamos relacionados, en los que un banco presta en términos ventajosos a la parte relacionada. Los préstamos relacionados pueden considerarse como una especie de drenaje de recursos (*tunneling*) que perjudica a los accionistas minoritarios de los bancos, en muchos casos a los depositantes y finalmente al Estado, que siempre ofrece explícita o implícitamente garantías a los depósitos.

Cuando no son propiedad de compañías a las que prestan, suelen los bancos ser propiedad del Estado. Esto presenta sus propios desafíos, uno de los cuales es la tendencia a hacer préstamos en términos no convencionales y a refinanciar casi automáticamente tales préstamos a empresas que están al borde de la quiebra. El predominio de esta “orientación estatal” puede incluso inducir a la banca privada a observar el mismo tipo de comportamiento. Éste puede ser resultado de una política industrial; pero, si hay corrupción, bien puede haber un drenaje de recursos desde los contribuyentes a las compañías que solicitan préstamos.

Ante este contexto, se ha fortalecido la regulación prudencial y se ha dado mayores recursos y poder a los reguladores, a la vez que se han implantado estándares de rendición de cuentas más exigentes.<sup>29</sup> Los bancos han sido recapitalizados, algunas veces con un costo importante para el público, y en muchos casos su propiedad y administración han cambiado. La propiedad extranjera y la competencia han sido incentivadas; así es como los bancos internacionales han llegado a ser los principales actores en los mercados latinoamericanos, asiáticos y del sureste de Europa.

## 10. Profesionalismo en la administración

Otro beneficio potencial de la separación entre control y propiedad es la profesionalización de la administración de las corporaciones. Este es un desafío que muchos países en desarrollo deben enfrentar, ya en el contexto de la privatización de las empresas públicas –algunas veces consideradas agentes sin mandatarios (*agents without principals*)–,<sup>30</sup> ya en la transmisión intergeneracional de la propiedad de corporaciones familiares. El desafío es expandir el equipo de administradores calificados y desarrollar un mercado razonablemente competitivo para administradores capacitados.

La evidencia de algunos países que están “corporatizando” sus empresas estatales ilumina otra dimensión de este desafío. Los administradores de las empresas estatales “corporatizadas” han ganado gran autonomía y a menudo la han usado de mala manera, bien para desperdiciar recursos, bien para comprometerse en *self dealing*.<sup>31</sup> Sur-

---

<sup>29</sup> En respuesta a las crisis de la década pasada, los gobiernos nacionales, a menudo con un fuerte apoyo del Banco Mundial, del FMI y de los donantes bilaterales, hicieron esfuerzos sustanciales por reformar el sector bancario. Véase *Experiencias de las mesas regionales sobre gobiernos corporativos*, OCDE, abril de 2004.

<sup>30</sup> Véase, por ejemplo, el capítulo sobre la India en Oman (2003).

<sup>31</sup> Véase Lin (2001).

gen entonces preocupaciones legítimas, y el llamado a una mayor profesionalización de las gerencias podría estar guiado por el deseo de los administradores de incrementar su autonomía y, por tanto, su libertad frente al escrutinio de otros, sin ningún compromiso por elevar los estándares profesionales.

## 11. Cumplimiento efectivo

En el cumplimiento efectivo (*enforcement*) reside el corazón de la distinción entre sistemas de gobierno basados en reglas y sistemas basados en relaciones personales. Ahí reside también el núcleo del concepto de gobierno corporativo. El imperativo del cumplimiento de las normas, sumado al hecho de que en muchos países que ahora tienen buenas leyes y regulaciones en materia de gobierno corporativo no haya un cumplimiento adecuado, ha hecho surgir dos grupos de temas.<sup>32</sup> Estos son: i) cómo combinar de la mejor manera y dónde trazar las líneas de separación entre mecanismos voluntarios y mecanismos obligatorios de gobierno corporativo, y ii) cómo combinar mejor las medidas judiciales y de regulación que inducen al cumplimiento.

### 11.1 Mecanismos voluntarios u obligatorios

Ante la pregunta acerca de los mecanismos voluntarios u obligatorios, algunos países de la OCDE (en particular el Reino Unido) han encontrado que una buena aproximación general puede alcanzarse poniendo el énfasis en la entrega de información. Esta perspectiva propone, en combinación con una gran confianza en los mecanismos voluntarios, unos requerimientos de información claramente definidos y obligatorios: sobre todo, el cumplimiento por las empresas de códigos voluntarios clave, de estándares de información en temas específicos que implican datos financieros y no financieros, no menos que la formulación por ellas de las razones para no cumplir (el llamado principio de “cumplir o explicar por qué no cumple”, *comply or explain*). Una ventaja potencial de esta aproximación es que promueve una gestión transparente, necesaria para una adecuada rendición de cuentas, a la vez que deja el máximo de libertad para una gestión flexible y discrecional. Merced a la globalización y al cambio de políticas descrito anteriormente, la flexibilidad ha llegado a ser un tema importante para las empresas de las economías en desarrollo y de países de la OCDE, al constituir una forma de responder a los cambios acelerados que tienen lugar en entornos altamente competitivos.

Es dudoso que una aproximación centrada en una entrega de información sustentada en mecanismos voluntarios de cumplimiento pueda ser efectivamente aplicable en países cuyas instituciones de supervisión son relativamente débiles y que no cuentan con terceros actores realmente habilitados para supervisar. Más aún, la distinción entre mecanismos voluntarios y obligatorios no es tan clara en la práctica como en la

---

<sup>32</sup> Véase OCDE (2003a).

teoría. La razón principal es que las reglas basadas en la legislación dependen, en efecto, de una significativa capacidad privada de supervisión o de inducción del cumplimiento. Esta dependencia no debería ser interpretada como un signo de debilidad pública; por el contrario, al delegar en entidades privadas (individuos u organizaciones específicas) aspectos clave de la supervisión y de la responsabilidad de inducir el cumplimiento, se las hace responsables por los resultados, lo que permite a los gobiernos y a los reguladores públicos incrementar su efectividad y reducir a la vez significativamente sus costos.<sup>33</sup>

Los problemas del cumplimiento y su instrumentación reflejan, en parte, los esfuerzos que se hacen para mejorar los gobiernos corporativos. Conviene recordar la frase de uno de los participantes de las mesas redondas regionales: “las leyes han sido transplantadas, pero no practicadas”. Sin un apropiado marco institucional las nuevas leyes, hayan sido copiadas o formuladas internamente, pueden ser simplemente ignoradas y, más grave aun, generar nuevas dificultades.

### *11.2 Medios judiciales o regulaciones*

Un tema relevante para los gobiernos y los que diseñan políticas es el papel de los medios disponibles para dar cumplimiento a las normas de gobierno corporativo. La distinción entre medios judiciales y regulaciones resulta fundamental. Experiencias recientes destacan la decisiva importancia que asume para los países emergentes, contar con comisiones de valores políticamente independientes, sujetas a escrutinio público, bien financiadas y motivadas, y que estén dotadas de adecuados poderes para regular. Aunque esto es válido para todos los países, lo es especialmente para aquellos con sistemas judiciales débiles, sobre todo si se tiene en cuenta el largo tiempo que puede demandar el fortalecimiento del sistema judicial de un país.

Es responsabilidad del sistema judicial que se pueda hacer efectiva la ley. En las mesas regionales, sin embargo, se vieron varios casos judiciales que han generado desilusión. Una de las respuestas es fortalecer directamente el sistema judicial. Otra es desarrollar fuentes alternativas de reparación y, en particular, potenciar los entes reguladores de valores. Una tercera es dar más poder a los accionistas, desarrollando un entorno que discipline con mayor eficacia los mercados. Sin embargo, aunque es posible identificar medidas para compensar un sistema judicial débil, cualquier reparación finalmente depende en mayor o menor grado del sistema judicial de cada país.<sup>34</sup>

---

<sup>33</sup> Un buen ejemplo son los requisitos de listado de los mercados accionarios. Muchos mercados bursátiles fueron creados por grupos de agentes o corredores de bolsa y continuaron siendo de propiedad privada y operando privadamente. Entre tanto, unos pocos negaban la importancia de que un país tuviera un regulador para el mercado público de valores (una comisión de valores) como órgano separado de supervisión y ejecución. La amenaza de marginar empresas de los mercados bursátiles puede servir como un mecanismo de ejecución poderoso.

<sup>34</sup> Los países que participaron en las mesas regionales estimaron que acudir a los tribunales era un recurso costoso cuyo uso provee una protección sólo limitada a los accionistas minoritarios, prestamistas y

Aunque en ocasiones el problema puede residir en la persona de los jueces, la naturaleza de los casos que los tribunales deben conocer también puede crear dificultades: accionistas dominantes y otros controladores tienen capacidad suficiente para hacer aparecer transacciones abusivas como negocios legítimos. La ambigüedad legal también es parte del problema; incluso en situaciones en las que hay evidencia sólida de acciones impropias, la responsabilidad de miembros del directorio, ejecutivos o accionistas importantes puede no resultar tan evidente o fácil de probar.

El cargo de juez debería ser susceptible de atraer crecientemente a personas capaces de lidiar con casos comerciales potencialmente complejos, y el entrenamiento otra manera de incrementar su capacidad.<sup>35</sup> En diversos países un entrenamiento efectivo podría incluir trabajo en equipo y programas especiales dedicados a estudiar transacciones abusivas, responsabilidades de miembros del directorio y de ejecutivos, así como otros tópicos similares.

Cuando se enfrentan casos de abuso potencial por accionistas dominantes y otros controladores, con frecuencia los tribunales interpretan estrechamente lo que constituye daño a un accionista minoritario.<sup>36</sup> En muchos países los tribunales prefieren en general conceder cierta discreción a quienes controlan las empresas a expensas de los accionistas minoritarios.

Conviene hacer notar que la diferencia entre el derecho común anglosajón basado en la costumbre (*common-law*) y el derecho positivo no debe ser exagerada.<sup>37</sup> En muchos países que practican la legislación positiva se han hecho interpretaciones estrechas orientadas a aumentar la claridad de los derechos de los accionistas y a definir qué transacciones son potencialmente abusivas.<sup>38</sup> Cualquiera sea la tradición legal, un régimen exitoso es aquel que se adapta continuamente con el fin de preservar la confianza de accionistas y otros proveedores de recursos de las empresas.

Los diseñadores de políticas no deberían, sin embargo, percibir como un dilema la elección entre medios de regulación y medios judiciales de cumplimiento. Cada una de estas instituciones tiene sus fortalezas y debilidades. Los medios judiciales y los de

---

otros grupos interesados (*stakeholders*). En algunos países no se conocen casos en los cuales los tribunales hayan fallado en favor de accionistas minoritarios. Aun en países con marcos institucionales más avanzados suele considerarse que acudir a los tribunales implica gasto de tiempo, razón por la cual sólo se lo hace como último recurso.

<sup>35</sup> En las mesas regionales generalmente se apoyó la necesidad de entrenamiento para los jueces.

<sup>36</sup> En la mesa regional de Asia, en 1998, se mencionó que un tribunal de China falló que la entrega de información falsa no necesariamente causaba una pérdida a los accionistas. Más tarde, la Corte Suprema de ese país suspendió temporalmente el caso para buscar una compensación civil por *insider trading* (fraude y manipulación de mercado).

<sup>37</sup> En Malasia, por ejemplo, un país con un sistema legal basado en la costumbre, los accionistas no podían demandar a miembros de los directorios hasta el año 2001.

<sup>38</sup> En China, la Corte Suprema del Pueblo recientemente ha permitido demandar a los accionistas en caso de fraude.

### Recuadro I.2 EL PAPEL DE LOS REGULADORES

Sobre la base de la legislación criminal o civil, los reguladores de valores pueden demandar a las compañías, a los miembros del directorio y a sus ejecutivos. También pueden usar medidas administrativas que no requieren un prolongado proceso en los tribunales. Pueden imponer multas y emitir órdenes de cumplimiento obligatorias que prevengan o reviertan acciones potencialmente abusivas. Aunque la parte imputada tiene y debe tener el derecho a apelar, la sanción administrativa permanece efectiva durante un proceso de apelación probablemente largo. Tienen asimismo poderes para investigar y requerir información de una compañía y sus funcionarios.

Los reguladores de valores frecuentemente concentran sus esfuerzos en la supervisión de los mercados secundarios, como agencias de corretaje, mercado de capitales, depósitos y registros, custodias bancarias y asociaciones profesionales de contadores y auditores. Una herramienta administrativa importante es otorgar licencias a estos intermediarios, lo que permite al regulador delegar efectivamente ciertas funciones de supervisión de los mercados y prevenir que se despeje el camino a otros actores intermedios para la comisión de acciones abusivas, por ejemplo, *self dealing* con las acciones de la empresa, o desplazamiento temporal de los registros de propiedad de las acciones. Esto provee al regulador del poder de amenazar (por ejemplo, suspender una licencia), el cual, tal como otros poderes administrativos, puede ejercerse sin depender directamente del sistema judicial.

Un regulador de valores poderoso puede ser una fuerza disuasiva eficaz contra el abuso de los accionistas. Pero uno que no esté bajo escrutinio puede, a su vez, convertirse en fuente de nuevos abusos. Los reguladores de valores no sólo deberían asegurar la transparencia en los mercados financieros, sino hacer igualmente transparente su propio mandato. Para esto deberían publicar y explicar sus decisiones y desarrollar nuevas regulaciones de manera abierta.

Por lo general el equipo de un regulador debe ser independiente de las empresas o individuos que se está investigando. Desde luego los miembros del equipo no deben tener acciones en esas compañías. Más allá de estos requerimientos básicos, los participantes de las mesas redondas regionales enfatizaron la importancia de un sistema basado en el mérito para elegir a los comisionados y otros reguladores de valores, debiendo éstos estar libres de interferencias políticas injustificadas. Aunque puede haber ventajas comparativas entre independencia política y escrutinio público, los participantes enfatizaron la importancia de mantener la regulación lo más profesional y despolitizada posible.

Como los jueces, los reguladores de valores pueden verse afectados por las ambigüedades y vacíos legales. También pueden verse severamente restringidos en materia de recursos. En muchos países requerirían un incremento sustancial en este punto para supervisar un número importante de compañías en los mercados correspondientes.<sup>39</sup>

<sup>39</sup> Para las mesas regionales es claramente una prioridad incrementar la capacidad de los reguladores de valores. En cada "libro blanco" se dan más orientaciones en esta área. La Organización Internacional de Comisiones de Valores (IOSCO) ha comenzado asimismo a desarrollar principios de orientación para ellos. Dado que la gran mayoría de los reguladores de valores de los países que participaron en

regulación deberían entenderse como complementarios y ser desarrollados como tales.

Desde una perspectiva de desarrollo de largo plazo, pocas instituciones resultan tan decisivas para un sistema de gobierno basado en reglas como un sistema judicial que funciona bien. Esto es así porque las instituciones de gobierno corporativo abarcan considerablemente más que la legislación sobre valores (*securities*) y su cumplimiento (por ejemplo, el respeto a los contratos). Una motivación crucial para tal exigencia la constituye el riesgo de captura de los reguladores, que ocurre cuando determinados funcionarios y sus organizaciones (por ejemplo, comisiones de valores y otros organismos de regulación pública) que poseen capacidad para regular el comportamiento del gobierno corporativo en un mercado, se corrompen o son indebidamente influidos por participantes en ese mercado.<sup>40</sup> El riesgo de captura de los reguladores tiende a ser especialmente alto en países donde actúan fuertes carteles de distribución, es decir, grupos cuya tenencia de acciones a menudo sólo es el reflejo de la debilidad de los sistemas judiciales.

La experiencia muestra que fortalecer un sistema judicial políticamente independiente puede ser uno de los desafíos más importantes para el gobierno corporativo en economías en desarrollo.<sup>41</sup> Su importancia reside en el hecho de que en los países que no cuentan con sistemas judiciales fuertes, independientes y bien financiados, el riesgo de captura de los reguladores tiende a ser mayor. Por tanto, el desarrollo de un sistema judicial fuerte, competente, políticamente independiente y bien financiado no puede sino acrecentar la contribución del gobierno corporativo al resultado de las compañías.

## 12. Implicaciones en el sector real

Uno de los obstáculos más serios al desarrollo lo constituyen el desperdicio y la asignación ineficiente de capital humano y físico, en países que sufren una crítica escasez de ambos, no menos que la resistencia al cambio, a menudo en combinación con inestabilidad económica y política. El mejoramiento del gobierno corporativo puede contribuir significativamente a levantarlo, ya que debe ayudar a disciplinar a los controladores –en corporaciones que son propiedad de grupos privados o del Estado–, impidiendo su ejercicio de la distribución y su práctica del uso, robo o desperdicio de los recursos que controlan.

Las instituciones de gobierno corporativo no pueden operar aisladas. En el sector financiero los formuladores de políticas deben asegurar un sistema bancario sano que incorpore los procedimientos de quiebra, y aplicar medidas que aumenten la protec-

---

las mesas regionales son miembros de la IOSCO, estos principios deberían proporcionarles un marco de trabajo útil a nivel mundial.

<sup>40</sup> Véanse Hellman y otros (2000), Kaufmann y Kraay (2002) y Kaufmann (2003).

<sup>41</sup> Véase, por ejemplo, el capítulo sobre Brasil e India en Oman (2003).

ción de los derechos de los accionistas minoritarios y otros inversionistas. En la economía real deben, simultáneamente, prestar atención a tres tipos de instituciones: i) las orientadas al gobierno corporativo en sí mismo; ii) las vinculadas a la defensa de la competencia en los mercados, y iii) las de regulación, que son necesarias en sectores específicos, como telecomunicaciones, transporte aéreo y aquellas actividades en que operaban las grandes empresas estatales ahora privatizadas.

La función de las instituciones encargadas de la competencia en los mercados, por cierto, no es otra que la de lograr que los precios de competencia entre empresas puedan servir como herramienta para disciplinar a los controladores en el sentido de que ejecuten una eficiente distribución y uso de los recursos. En muchas economías en desarrollo tales precios de competencia han sido eliminados o distorsionados por los “carteles de distribución”. Las acciones recientes dirigidas a liberalizar el comercio, como las políticas de inversión y reducción de las regulaciones anticompetitivas en los mercados, representan pasos en la dirección correcta. Pero muchos países aún no han establecido una agencia proactiva de competencia, dotada de suficientes recursos y autonomía política que le permitan supervisar el cumplimiento ajustándolo a las reglas y asegurar una sana competencia de precios. Como en el caso del gobierno corporativo, las políticas de competencia demandan mayor atención por parte de los formuladores de políticas.<sup>42</sup>

Es preciso igualmente recalcar el mensaje dirigido a estos últimos, relativo a la importancia de prestar adecuada atención a la reforma en las regulaciones con el fin de establecer organismos de regulación competentes en sectores específicos, además de aquéllos que se orientan a los servicios financieros.<sup>43</sup> La fuerza de este mensaje aumenta considerablemente por efecto del riesgo de captura de los reguladores, especialmente allí donde hay poderosos carteles de distribución.<sup>44</sup>

Tanto para las autoridades que aseguran la competencia como para los organismos de regulación, un desafío crucial es lograr un balance apropiado entre la independencia operacional que necesitan –frente a las intensas presiones políticas del gobierno y aquellas de productores, consumidores, instituciones financieras, empleados y otros actores relevantes en el mercado– y el alto grado de escrutinio público que deben aceptar. Las partes que deben someterse al escrutinio son: la autoridad ejecutiva que establece la agencia, los miembros del parlamento que la hacen relevante por

---

<sup>42</sup> Véase Oman (1996b).

<sup>43</sup> Para compensar la debilidad de las capacidades domésticas de regulación, muchos gobiernos que privatizaron (parcialmente) empresas públicas, especialmente en sectores considerados monopolios naturales o de alguna importancia estratégica nacional, han retenido una “acción de oro” en esas firmas, lo que permite continuar la supervisión estatal de la gestión. En realidad, este enfoque suele consentir que gobiernos o controladores cometan serios abusos contra los accionistas minoritarios y otros inversionistas. En OCDE (2003a) se señala que para los tomadores de decisiones en muchos países en desarrollo, en transición y en economías emergentes, lo estratégico es determinar el papel adecuado del Estado en el gobierno de las empresas (se podría agregar, determinando con ello lo que es estratégico).

<sup>44</sup> Véanse Kaufmann (2003), Kaufmann y Kraay (2002) y Hellman y otros (2000).

medio de la legislación y el sistema judicial que aplica la ley. Las partes sujetas a escrutinio comprenderían también a los consumidores, los sectores involucrados y otros contribuyentes o ciudadanos interesados.

Un adecuado equilibrio entre independencia y rendición de cuentas (*accountability*) requiere un alto grado de transparencia operacional. Ésta contribuye a la habilidad de un país para atraer inversionistas –especialmente inversores “pasivos” que necesitan sentirse seguros sobre los compromisos de largo plazo y la estabilidad en las regulaciones– y a la tolerancia de cierto grado necesario de flexibilidad en las regulaciones en la economía real, con el fin de adaptarla, por ejemplo, a cambios significativos en las condiciones tecnológicas.<sup>45</sup> Ambos aspectos son esenciales para sostener el crecimiento real de la productividad.

De esta dinámica entre los tres tipos de instituciones dependerá el éxito o fracaso de muchos países que desean escapar del círculo vicioso descrito anteriormente, no menos que su habilidad para salir de juegos de suma negativa derivados de la rivalidad estratégica entre carteles de distribución. Esos países necesitan transitar a una situación en la cual los juegos de suma negativa, si bien no lleguen a ser eliminados del todo, cesen de distorsionar significativamente los precios de competencia.

### 13. Gobierno político

Si bien los controladores aceptan expresamente la necesidad de mejorar el gobierno corporativo, muchos de los cambios necesarios para fortalecerlo enfrentan una sólida resistencia por parte de aquellas relaciones de clientela en que se sustenta cierto tipo de gobiernos. El debilitamiento o colapso de tales sistemas en años recientes ha causado una fuerte disminución de la capacidad de financiar inversiones por parte de organismos controlados por el Estado. Esto puede verse como una “ventana de oportunidad” para países que pretenden modificar tanto las instituciones políticas de gobierno como las de gobierno corporativo. En realidad, en ningún país resulta posible eliminar los juegos de suma negativa sin prestar atención a las instituciones políticas de gobierno.

La estrecha interacción entre las instituciones políticas y las de gobierno corporativo se refleja claramente al menos en tres fenómenos: i) el papel central que desempeñan los principales organismos legislativos, judiciales y de regulación en el establecimiento y evolución de instituciones clave para el gobierno de las corporaciones; ii) la extensión del poder que ejercen los carteles de distribución en las áreas de actividad económica y política de un país, y iii) la importancia del problema del cumplimiento efectivo. Es prácticamente imposible transitar hacia un sistema de gobierno basado en reglas desde alguna de estas instituciones sin hacerlo en el mismo sentido en las otras.<sup>46</sup> En definitiva éstas resultan indisolubles.

---

<sup>45</sup> Véase Córdova-Novion y Hanlon (2002).

<sup>46</sup> Véanse Kuchta-Helbling (2003) y Sullivan (2002).

Las ideas desarrolladas hace tres siglos por Montesquieu y Locke acerca de la naturaleza de los buenos gobiernos políticos aún parecen plenamente vigentes. Sus perspectivas iluminan la necesidad de establecer una clara y efectiva separación entre los poderes y responsabilidades de las tres ramas de gobierno –un parlamento representativo con capacidad de supervisión, un órgano ejecutivo competente y sujeto a escrutinio público, y un sistema judicial neutro e independiente–, configurando un efectivo sistema de controles y equilibrios entre los tres poderes. Tal es la principal fuente conceptual para un sistema de gobierno basado en reglas.

No menos decisiva, aunque a menudo no se la observe, es la necesidad de asegurar una nítida distinción entre los intereses públicos y los privados.<sup>47</sup> Igualmente indispensable es la efectiva separación de poderes y responsabilidades entre un sector empresarial fuerte y capaz de generar un crecimiento sostenido de la productividad, por una parte, y, por otra, unas instituciones políticas de gobierno basadas en reglas, lo que envuelve una clara definición de los derechos de propiedad.<sup>48</sup>

La experiencia reciente de muchos países permite observar que, pese a estar relativamente bien implantadas la libertad de mercado y la empresa privada, todavía son desiguales los progresos en el establecimiento de la democracia. La competencia política y las expectativas de aumentar la integración con instituciones internacionales constituyen incentivos importantes para un progreso sostenido en la construcción de las instituciones locales y en las reformas que exige la transición.

En última instancia, el gobierno corporativo requiere buenos gobiernos, y viceversa. El desarrollo nacional de largo plazo requiere de ambos. Los encargados de formular políticas deben prestar atención a los incentivos y medios que conducen a un gobierno sano, sin el cual los esfuerzos por mejorar el gobierno corporativo pueden resultar ineficaces.

## 14. Conclusión

El gobierno corporativo cumple un papel de vital importancia en las economías emergentes y en desarrollo, el que con frecuencia no es entendido de forma adecuada. Así en los países más pobres como en los de ingresos medios, tanto en aquellos que cuentan con pocas compañías que transan acciones públicamente como en aque-

---

<sup>47</sup> Véase CIPE (2002).

<sup>48</sup> El derecho de propiedad incluye la propiedad de acciones. Un sistema inseguro de registro que permita *de facto* el robo de acciones (compradas por inversionistas nacionales y extranjeros), constituye un serio problema en algunas economías en transición (véase OCDE 2003a). Un registro de acciones impropio, por lo demás, puede ser usado por controladores en compañías listadas o no en la bolsa con el propósito de perpetuar estructuras de control no transparentes que faciliten transacciones sospechosas y abusivas (*self dealing*). Éstas sólo pueden ser identificadas por los reguladores y otros inversionistas si la información acerca de las operaciones de una empresa se encuentra ampliamente disponible. Por ambas razones, los países necesitan tener registros de acciones independientes y seguros. Ver CIPE (2002).

llos otros que pueden exhibir muchas, el gobierno corporativo asume una función central en la determinación de la calidad de las instituciones de gobierno. Esto se refleja en la influencia que tiene, para el desarrollo de largo plazo, el poder transitar exitosamente desde un sistema que se basa en relaciones personales a otro basado en reglas.

Una función clave de los gobiernos corporativos más ampliamente reconocida consiste en su contribución al incremento de los flujos y a la disminución del costo de los recursos financieros que las empresas necesitan para invertir en activos reales (humanos, tecnológicos y físicos). La importancia de esta función ha aumentado considerablemente en las economías en desarrollo en los años recientes y es probable que continúe haciéndolo. En efecto, en tanto que la necesidad de recursos externos se ha incrementado, las fuentes tradicionales de financiamiento, a la vez, han disminuido considerablemente o han desaparecido.

El crecimiento significativo de los flujos de inversión extranjera directa y de las carteras de inversión en acciones de los inversionistas institucionales de los países de la OCDE ha creado condiciones para mejorar la calidad del gobierno corporativo en esas economías y contribuir a la estabilidad de los mercados financieros internacionales.<sup>49</sup> Los beneficios potenciales de esta estabilidad son relevantes tanto para las economías de destino como para las de origen de los fondos. La contribución del mejoramiento de un sistema nacional de gobierno corporativo al incremento de la liquidez de una economía parece, sin embargo, ser menos reconocida. Dicha contribución es importante tanto para las pequeñas y medianas empresas como para las grandes compañías y, por tanto, lo es para el desarrollo económico conjunto de muchos países.

Menos reconocidos aun parecen ser los beneficios que el mejoramiento del gobierno corporativo genera con el fin de lograr un crecimiento de la productividad de largo plazo en las economías de los países en desarrollo. Este impacto puede ser tanto o más importante incluso que los señalados anteriormente. Las actividades de los carteles de distribución provocan mayor inestabilidad, así como excesiva rigidez y desperdicio de recursos de inversión, humanos y materiales. Tales acciones se reflejan en el comportamiento rentista y en el *self dealing* de los controladores en sistemas de gobierno basados en relaciones de clientela, conductas que representan un serio obstáculo al crecimiento sostenido de la productividad. El mejoramiento del gobierno corporativo tiene el efecto de limitar tales comportamientos.

---

<sup>49</sup> La inversión bursátil es efectivamente sinónimo de inversión directa en aquellos países en transición donde opera el Banco Europeo para la Reconstrucción y el Desarrollo, aunque la participación en el portafolio accionario internacional sea pequeña en éstos. Debería destacarse, empero, la mayor inversión que el gobierno corporativo puede apoyar en los países en desarrollo, ya que algunos inversionistas estratégicos quieren ser mayoritarios pero no necesariamente tener la propiedad total de la compañía en la que invierten. La capacidad de atraer un portafolio accionario, por tanto, es de interés para algunos inversionistas estratégicos.

El mejoramiento de los gobiernos corporativos no constituye, sin embargo, una panacea universal de acción espontánea y automática. En el sector financiero debe prestarse especial atención, además, a aquellas medidas que fortalezcan el sector bancario y el conjunto de las instituciones financieras. En el sector real debe atenderse a las políticas de competencia y a la reforma de las regulaciones en sectores específicos. Estas orientaciones son importantes para todas las economías de mercado emergentes, en transición o en desarrollo.

Las fuerzas que operan en favor del mejoramiento del gobierno corporativo provienen tanto del lado de la demanda como del lado de la oferta de los portafolios de inversión en acciones corporativas. Por el lado de la demanda, observamos en las empresas la creciente necesidad de recursos externos, motivada por la eliminación de sus fuentes tradicionales. Por el lado de la oferta, están los principales inversionistas institucionales, especialmente los fondos de pensiones y otros inversionistas de largo plazo, basados en los países de la OCDE y crecientemente en economías de mercado emergentes y en desarrollo. Es de esperar que los esfuerzos de la OCDE, por su parte, aporten efectivamente al cambio.

Las fuerzas que trabajan en contra de dicho mejoramiento –algunas de las cuales, sin embargo, pregonan a voces su necesidad– comprenden a muchos accionistas dominantes y otros controladores que operan en el sector público y en el privado, los cuales a menudo constituyen carteles de distribución. La principal fuente de obstáculos es la amplia difusión de las propiedades cruzadas, la extensión de la emisión de clases múltiples de acciones y, sobre todo, de las estructuras piramidales de propiedad corporativa, todos instrumentos que se emplean para controlar las rentas corporativas.

La acción de los carteles de distribución en los países en desarrollo, que operan como un impedimento al mejoramiento del gobierno corporativo, no menos que el riesgo mayor de captura de los reguladores en los países con sistemas de gobierno basados en relaciones de clientela, vienen a refrendar el aserto según el cual el gobierno corporativo requiere de un buen gobierno público y viceversa. El desarrollo demanda transitar, tanto en las instituciones corporativas como en las de gobierno, desde relaciones personales hacia reglas impersonales.<sup>50</sup>

## **Bibliografía**

- Bebchuk, Lucian Arye (1999), “A Rent-Protection Theory of Corporate ownership and Control”, *NBER Working Paper Series*, 7203, Cambridge, julio.
- Berthélemy, Jean-Claude. (2002), “Convergence Clubs and Underdevelopment Traps”, en J. Braga de Macedo, C. Foy y C. Oman (eds.), *Development is Back*, OECD Development Centre Study, París.
- Blommestein, H.J. y M.G. Spencer (1993), “The role of financial institutions in the transition to a market economy”, *IMF Working Paper*, WP/93/75, octubre.

---

<sup>50</sup> Véase, por ejemplo, el capítulo sobre la India en Oman (2003).

- Carlin, Wendy y Colin Mayer (1999), "How Do Financial Systems Affect Economic Performance?", University College London y Saïd Business School, Oxford, University Press, julio.
- CIPE (Center for International Private Enterprise) (2002), *Instituting Corporate Governance in Developing, Emerging and Transitional Economies: A Handbook*, CIPE, Washington, D.C.
- Córdova-Novion, C. y Hanlon, D. (2003), "Regulatory Governance: Improving the Institutional Basis for Sector Regulators: Key Issues in the Design of Economic Regulatory Institutions", *OECD Journal on Budgeting*, 2 (3), OCDE, París.
- Fremont, O. y M. Capaul (2002), "The State of Corporate Governance: Experience from Country Assessments", *World Bank Policy Research Working Paper*, WPS2858, Washington D.C., junio. Publicación del Banco Mundial.
- Glaeser, E., S. Johnson y A. Shleifer (2000), "Coase v. the Coasians", Harvard University y MIT, mimeo.
- Hellman, J., G. Jones, D. Kaufmann y M. Schankerman (2000), "Measuring Governance and State Capture: The Role of Bureaucrats and Firms in Shaping the Business Environment", EBRD Working Paper No. 51, BERD, junio.
- Kaufmann, D. y A. Kraay (2002), "Growth without Governance", en *Economía*, Vol. 3, No. 1, pp. 169-229.
- Kuchta-Helbling, C. (2003), "Democratic Governance: The Linchpin of Political and Economic Reform", draft Working Paper, Center for International Private Enterprise, abril.
- Levine, R. y S. Zervos (1998), "Stock Markets, Banks, and Economic Growth", en *American Economic Review*, 88.
- Lin, C. (2001), "Private Vices in Public Places: Challenges in Corporate Governance Development in China", OECD Development Centre, París (cf. [www.oecd.org/dev/](http://www.oecd.org/dev/)).
- Meisel, N. (2003), *Culture de Gouvernance et Développement: un autre regard sur la gouvernance d'entreprise*, OECD Development Centre, París.
- Myers, S. y N. Majluf (1984), "Corporate Finance and Investment Decisions When Firms Have Information That Investors Do Not Have", en *Journal of Financial Economics*, Vol. 13.
- OCDE (2003a), *Experiences from the Regional Corporate Governance Roundtables*, OCDE, París.
- . (2003b), *Survey of Corporate Governance Developments in OECD Countries*, OCDE, París.
- . (2003c), White Paper on Corporate Governance in Latin America, *Latin American Roundtable on Corporate Governance*, París, junio.
- . (2003d), White Paper on Corporate Governance in Asia, *Latin American Roundtable on Corporate Governance*, París, junio.
- Olson, M. (1982), *The Rise and Decline of Nations: Economic Growth, Stagflation, and Social Rigidities*, Yale University Press, New Haven.
- Oman, C. (1996a), *The Policy Challenges of Globalisation and Regionalisation*, Policy Brief No. 11, OECD Development Centre, París.

- \_\_\_\_\_. (2000), "The Business Model of the New Economy", en *Economic Reform Today*, Center for International Private Enterprise, Washington, D.C., Vol. 1.
- \_\_\_\_\_. (ed.) (2003), *Corporate Governance in Development: The Experiences of Brazil, Chile, India and South Africa*, Center for International Private Enterprise (CIPE) y OECD Development Centre, Washington.
- Rajan, R. y L. Zingales (1998a), "Which Capitalism? Lessons from the East Asian Crisis", en *Journal of Applied Corporate Finance*, octubre.
- Shleifer, A. y R. Vishny (1997), "A Survey of Corporate Governance", en *The Journal of Finance*, junio.
- Sullivan, J. (2002), "Building Democratic Governance and Market Reforms: Experiences of the Center for International Private Enterprise", speech to the Conference on Post Cold War Initiative for Peace Building and Democracy, Tokio, 13-14 noviembre (disponible en <http://www.cipe>)

## Capítulo II

# LA CONTRIBUCIÓN DE LOS GOBIERNOS CORPORATIVOS RESPONSABLES A LA SOSTENIBILIDAD AMBIENTAL

*Georgina Núñez  
y Alicia Bárcena<sup>1</sup>*

### 1. Introducción

El concepto de responsabilidad empresarial ha tenido una expansión importante en años recientes merced a la confluencia de diversos factores: el proceso de globalización ha puesto de manifiesto el impacto que la conducta de las grandes empresas, especialmente las transnacionales, tiene en el desarrollo sostenible de los países; el mundo político y la sociedad civil nacional e internacional tienden a exigir de dichas empresas el cumplimiento de normas cada vez más amplias en esa materia; la pérdida de confianza en su conducta se ha acentuado, generando inseguridad en los mercados, a raíz de los escándalos financieros de 2001, entre otros los de Enron y World-Com.

Todo ello ha revelado a las empresas –al menos al sector más consciente o al más expuesto de éstas– la necesidad imperiosa de contar con políticas que estimulen las buenas prácticas dentro de las instancias decisorias y demuestren a los demás actores que las empresas no sólo son capaces de generar ganancias, sino de cumplir además una función social relevante. De esta manera se busca ir construyendo una nueva cultura empresarial global que apunte tanto a la recuperación de la confianza como a la generación de otras formas de hacer negocios, fundadas en un comportamiento social y ambiental más responsable de parte de las empresas, en el contexto de una mayor participación del conjunto de actores que interactúan en los mercados.

La definición de responsabilidad social corporativa o empresarial (RSE) vincula el desarrollo de las actividades de la empresa con la aceptación de la necesidad de que ésta se haga cargo de los efectos que sus actividades generan, pero de tal forma que mediante el empleo de buenas prácticas resulte posible compatibilizar esa responsabilidad con la generación de valor para los accionistas y la sociedad.

---

<sup>1</sup> Jefa de Gabinete Adjunta de la Oficina del Secretario General.

Las diversas definiciones del concepto enfatizan la contribución de la empresa al desarrollo económico sostenible a través de su colaboración con distintos actores de la sociedad (gobiernos, empleados, comunidad local, entre otros) para mejorar la calidad de vida (World Business Council for Sustainable Development, WBCSD); o bien las prácticas empresariales abiertas y transparentes basadas en valores éticos y respeto hacia los actores involucrados (Prince of Wales Business Leaders Forum, PWBLF); o aquellas relativas a la administración de un negocio que cumpla y sobrepase las expectativas éticas, legales, comerciales y públicas que tiene la empresa frente a la sociedad (Business for Social Responsibility, BSR).

De este modo, la definición de un comportamiento empresarial que sea social y ambientalmente responsable se realiza sobre la base de criterios filantrópicos (hacer la caridad o donar parte del producto para el mejoramiento de las condiciones sociales o ambientales); éticos (actuar en función de valores y principios trascendentes, aunque compatibles con el objetivo de la empresa); de política empresarial (dotar a las decisiones de política de la empresa de transparencia y capacidad de rendición de cuentas (*accountability*), respetando el ciclo de vida del producto y las cadenas de valor), o normativos y regulatorios (cumplir con compromisos o normas que provengan de la legislación vigente o emanen de los compromisos comerciales o jurídicos internacionales).

Muchos de estos conceptos son fuertemente cuestionados. Se critica el enfoque ético, afirmando que sirve para ocultar la presión de la empresa que procura obtener ventajas de las normativas que precisamente la afectan; o el filantrópico, señalando que la responsabilidad social empresarial (RSE) no puede confundirse con la caridad, sino que concierne a actividades que se desarrollan en el plano empresarial regular, en áreas en las que la empresa en cuestión puede exhibir resultados específicos.

En definitiva, todas las dimensiones válidas de la RSE apuntan en esta última dirección: hacia nuevas formas de desarrollo productivo dentro de un marco de sostenibilidad económica, social y ambiental basado en una cultura corporativa distinta. No tiene que ver con cuánto da la empresa o sus accionistas para obras de beneficencia, ni con el respeto a normativas laborales antiguas y difundidas, sino con una nueva actitud que se orienta a conseguir aquello que se ha dado en llamar el *triple bottom line*: tomar como marco de negocio el desarrollo sostenible significa ponderar equitativamente lo económico, lo social y lo ambiental en el proceso de toma de decisiones de la empresa. En este sentido, el énfasis en el desarrollo debería estar puesto en una estrategia que “atienda a las necesidades del presente, sin comprometer la capacidad de las futuras generaciones para enfrentar sus propias necesidades”.<sup>2</sup> El desarrollo sos-

---

<sup>2</sup> Comisión Mundial sobre el Medio Ambiente y el Desarrollo (1987). Esta definición fue empleada por primera vez en 1987 en la Comisión Mundial del Medio Ambiente de las Naciones Unidas, creada en 1983. Sin embargo, el tema del medio ambiente tiene antecedentes más lejanos. En este sentido, las Naciones Unidas han sido pioneras al tratar el tema, enfocándolo inicialmente en el estudio y la utilización de los recursos naturales y en la lucha por que los países –en especial aquellos en desarrollo– ejerzan un control sobre sus propios recursos naturales. Para más detalles, véase <[www.un.org/esa/sustdev/agreed.htm](http://www.un.org/esa/sustdev/agreed.htm)>.

tenible, por tanto, concibe el crecimiento económico en un equilibrio con lo ambiental y con una plena inserción social dentro del proceso.

En este marco, dos valores adquieren un lugar relevante en este cambio de enfoque sobre la necesidad de nuevas formas de hacer negocios: la transparencia y la rendición de cuentas por parte de las empresas. Ambos valores traen asociado el suministro de información: no cualquiera, sino tan solo aquella que resulta importante para los actores que participan en los procesos, esto es, los gobiernos, los consumidores, otras empresas y en general la comunidad. Hasta antes de los escándalos financieros de 2001, los únicos actores reconocidos por la mayor parte de las empresas y organizaciones asociadas al sector (auditoras, evaluadoras de riesgo, incluso los mismos entes fiscalizadores) eran los accionistas y los acreedores; esto también ha cambiado y muchas empresas se han abierto a otros públicos relacionados con su accionar de manera directa o general: consumidores, organizaciones de la sociedad civil, medios de comunicación y otros.

La eficiencia económica de las empresas, medida entre otras cosas por su capacidad de gestionar el riesgo, no es una garantía de que las cosas se estén haciendo bien, esto es, que se respeten los derechos laborales y los derechos humanos y se proteja el medio ambiente, tres aspectos de importancia universal. En el caso ambiental, por ejemplo, muchas fallas de mercado traen asociadas externalidades que incluyen daños al medio ambiente. Por tanto, no se puede decir que una industria sea eficiente si ésta no se hace cargo del conjunto de sus externalidades. La eficiencia no está relacionada solamente con la maximización de las utilidades de los accionistas, sino también con el buen desempeño y gestión de las empresas. Generalmente las prácticas de administración que internalizan “voluntariamente” las externalidades del proceso productivo lo hacen por un tema de prestigio e imagen de la compañía. Esto genera, en términos de políticas públicas, una desconexión entre la incorporación de externalidades en el proceso de toma de decisiones y el marco regulatorio en que actúan los órganos fiscalizadores del buen desempeño de la gobernabilidad empresarial, en donde el tema de fondo es la defensa de los derechos de propiedad de los interesados frente a abusos del agente principal (el grupo accionista controlador o los ejecutivos o todos ellos en conjunto). Esto nos hace pensar en niveles de análisis distintos, y plantea a la vez una aparente desconexión entre lo voluntario (RSE) y lo obligatorio (gobernabilidad empresarial).

No obstante, la desconexión es sólo relativa. Una cultura empresarial distinta únicamente se puede construir en sociedades donde los valores e instituciones democráticas son claros y funcionan. Las instituciones, además de garantizar una buena gobernabilidad corporativa, sirven para determinar lo que una sociedad considera como estándares aceptables de gobierno corporativo, asegurando con esto que la actividad de las empresas se rija por dichos estándares. Las decisiones de inversión, sin duda, tienen que ver con los retornos, pero deben tomarse dentro de límites éticos, en concordancia con el *triple bottom line*.

Ya existen algunas señales que hablan de la construcción de una nueva cultura de hacer negocios, la cual incorpora la sostenibilidad en el diseño explícito de los procesos (y de las empresas mismas) que desde el inicio intentan contribuir a su desarro-

llo, hasta el punto de definir la competitividad empresarial en esos términos. Aunque limitadas a algunas empresas principalmente multinacionales, estas señales permiten pensar en la idea de una contribución cualitativa de las empresas al desarrollo sostenible.

Sin embargo, el nivel de involucramiento y compromiso con los temas ambientales y sociales aún es cuantitativamente bajo, especialmente en la alta dirección de las empresas. Por lo demás, muchas veces resulta asociado a situaciones de crisis en las que aparece comprometida la reputación de la empresa, y no a una práctica regular donde la ponderación sea similar a la de los temas económicos y financieros. En otras palabras, hay cada vez más gerentes responsables del área ambiental, pero sólo son escuchados por la alta dirección cuando hay una crisis que atender.

Es preciso que las empresas en su conjunto se persuadan de que la detección de los principales problemas e interacciones ambientales y sociales que enfrentan a través de sus cadenas globales de valor, no solamente contribuye a un conocimiento más profundo de las distintas etapas de su proceso productivo, sino asimismo a identificar la función que su unidad productiva debe cumplir en la relación con su entorno, esto es, con sus proveedores, consumidores y con la propia comunidad a la cual se encuentra estrechamente vinculada. Lo que conduce a incorporar un carácter más democrático en el proceso de toma de decisiones y de diseños estratégicos de las empresas.

En este artículo se pretende analizar, desde la óptica de la sostenibilidad, los cambios o nuevas tendencias en los criterios utilizados por las distintas instancias de toma de decisiones de las empresas, los cuales se traducen en procesos de diseño de una política empresarial transparente y democrática, con un mayor énfasis en la responsabilidad ambiental y social.

## **2. ¿Es la sostenibilidad un marco adecuado para dirigir el accionar de los gobiernos corporativos?**

Un primer problema concierne a la postura que las empresas puedan asumir ante el razonamiento según el cual una buena anticipación a los problemas y una mejor disposición a atenderlos a tiempo no sólo resulta compatible con los intereses de la alta dirección y de los accionistas, sino que puede incluso favorecer la preservación o ampliación de sus negocios y aun el incremento de su valor.

Se trata de una pregunta difícil de responder en un breve artículo como este. Cabe, no obstante, presentar algunos elementos que podrían dar luces sobre la conveniencia de contar con un marco que conduzca las decisiones de las empresas hacia un esquema de sostenibilidad.

Existe una complejidad en las inter e intrarrelaciones de una empresa que obliga a analizar su sostenibilidad en diversos planos. En primer lugar, el examen de la sostenibilidad de la empresa no es suficiente sin considerar a la vez la sostenibilidad del sistema en que está inmersa. Muchas veces las empresas no logran distinguir en su gestión la diferencia entre ambos planos. El ejemplo más obvio es el diseño de indicadores de sostenibilidad de las empresas, un insumo importante para la toma de de-

cisiones que sólo mide rentabilidades, sin considerar el impacto del cambio ambiental que produce la acción de la empresa, el cual tarde o temprano, por lo demás, derivará en un costo de mitigación importante o provocará una respuesta de parte del gobierno o de la sociedad. Cuando hay referencia a ellas, incluso, ambas mediciones van dirigidas a públicos distintos, esto es, existen indicadores de sostenibilidad de la empresa (accionistas) y del sistema (comunidad, grupos interesados en general) como compartimentos estancos.<sup>3</sup>

La transparencia está asociada al suministro de información relevante sobre las políticas de inversión, dirigida no sólo a la alta dirección de la empresa, sino igualmente a los interesados, y esto debe considerarse como una prioridad en la estructura de gobernabilidad corporativa. En este sentido, un buen gobierno corporativo es aquel basado en principios de buenas prácticas que no está preocupado únicamente de la rentabilidad de sus inversiones y de generar las mayores ganancias a sus accionistas a cualquier precio, sino que también se hace cargo de los efectos colaterales de su actividad.

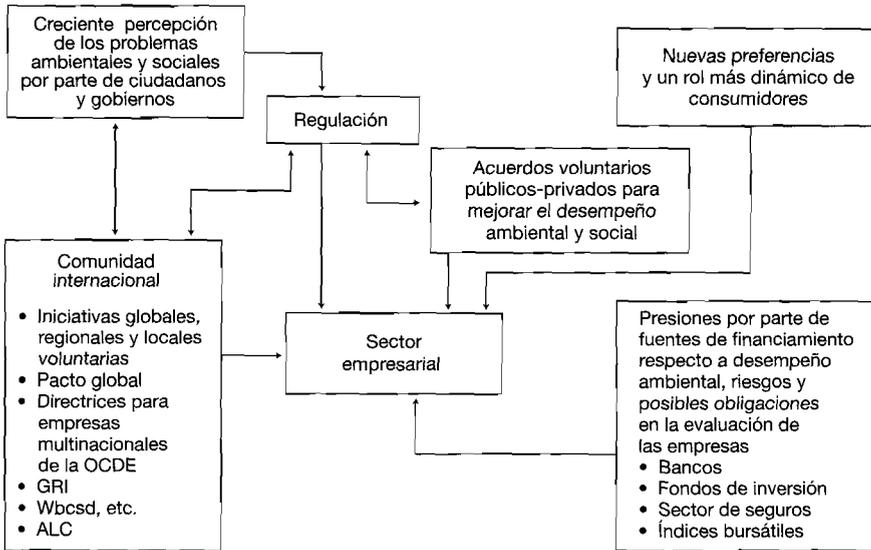
En una nueva visión de los negocios deben tomarse en cuenta otros aspectos que incorporen en la toma de decisiones el ámbito social y el ambiental, los cuales en la actualidad afectan, por lo demás, directamente la imagen y reputación de la empresa, un activo intangible muypreciado y valorado por muchas compañías y por los públicos relacionados en general. No obstante, sigue existiendo en los últimos tiempos una tendencia a la menor valoración de este tipo de activos por parte de los inversionistas. La dificultad que presentan está justamente en su medición y reporte: según Baruch Lev (2001), se debe a que los riesgos de estos activos son altos y el control total sobre los beneficios es débil, en tanto que se observa una cierta ausencia de mercados. Esta situación, según el mismo autor, hace que tanto los ejecutivos de las empresas como los auditores tengan pocos o nulos incentivos para la difusión general de la información disponible sobre éstos. Entre los principales motivos por los cuales muchas empresas no revelan la información de los intangibles está la manipulación de la información financiera que se hace por medio de ellos y la desvaloración sistemática por parte de los inversionistas de las acciones de empresas intensivas en este tipo de activos, entre ellas las que desarrollan tecnología.

La experiencia de algunas empresas en relación con el diseño de su política de gestión de impacto social y ambiental muestra que la articulación de la información acerca de la empresa y su entorno resulta sumamente provechosa para que su alta dirección pueda evaluar el grado de consistencia entre sus políticas económica, social y ambiental y los resultados efectivos de su gestión. En el plano operativo, por lo demás, permite proporcionar una estructura lógica a la aplicación del concepto de sostenibilidad a operaciones, productos y servicios de la organización. Finalmente, sirve como un soporte de comunicación externa, una herramienta de diálogo y transparencia para los diferentes públicos relacionados con la empresa.

---

<sup>3</sup> Véase Correa, Gallopin y Núñez (2005), "Medir para gestionar", HBR, agosto.

**Figura II.1**  
**FACTORES QUE INFLUYEN EN EL MEJOR DESEMPEÑO AMBIENTAL Y SOCIAL DE LAS EMPRESAS**



Fuente: Cepal, 2004.

La figura II.1 muestra las distintas interrelaciones que determinan en gran medida el accionar de las empresas, la manera como éstas reaccionan y responden a las demandas locales, nacionales e internacionales en cada uno de los niveles de interacción, lo que depende de la etapa de aprendizaje y desarrollo en que se encuentren.

A partir de todos estos elementos y de la forma en que se presentan en la empresa, es posible determinar si ésta se encuentra aún en una etapa *reactiva*, con una preocupación orientada principalmente hacia el cumplimiento de estándares y regulación; *anticipatoria*, con mayor atención a la evasión de costos por medio de la reducción de impacto, a la anticipación de la regulación, al liderazgo, a la protección de la legitimidad, a las asociaciones, al incentivo competitivo; *proactiva*, basada en enfoques de rentabilidad por medio del mejoramiento de los procesos de producción, la ecoeficiencia, la gestión laboral y ambiental estratégica, entre otros; o en una *etapa superior de mayor integración*, que implica institucionalizar explícitamente las metas económicas, sociales y ambientales y comprende, entre otras cosas, un sistema de diseño ambiental, de ciclo de vida, de gestión del costo ambiental, de mayor producti-

**Recuadro II.1**  
**EXPERIENCIA DEL GRUPO POLPAICO**  
**EN LA SOSTENIBILIDAD DE SU NEGOCIO**

Informada por el grupo chileno Polpaico que es parte de él, la experiencia del grupo suizo Holcim,<sup>4</sup> productor de cemento, constituye un ejemplo de evolución hacia una etapa de integración de las estrategias empresariales en un marco de sostenibilidad.

El grupo cuenta con un sistema de evaluación ambiental integrado, único en la industria cementera, que le ha permitido comparar los resultados obtenidos en sus plantas en países en desarrollo con las ubicadas en países desarrollados. Como parte de esta estrategia ha realizado importantes inversiones para disminuir las emisiones por medio de filtros y sistemas de monitoreo continuo, y está llevando un control exhaustivo de las materias primas que se utilizan, con el fin de hacer un uso racional de los recursos naturales.

Diez de las principales cementeras del mundo, entre ellas Holcim, impulsaron en 1999 una iniciativa al alero del World Business Council for Sustainable Development (<[www.wbcsd.org.com](http://www.wbcsd.org.com)>), la que buscaba convertir a la industria cementera mundial en un negocio que considerara el desarrollo sostenible como factor crítico de éxito, entendiéndolo como el imperativo de satisfacer las necesidades actuales de la sociedad, sin poner en riesgo el acceso de las futuras generaciones al ejercicio de cubrir sus propias necesidades.

Para esto se efectuó un diagnóstico de la situación de la industria cementera en el mundo y de las posibilidades de desarrollo sostenible en el sector, en un horizonte de 20 años. Este trabajo, que fue encargado al Instituto Battelle Memorial, tuvo dos fases. La primera fue la publicación del informe “Hacia una industria cementera sostenible”, cuyos objetivos fueron la evaluación del estado de la industria cementera, la identificación de oportunidades para mejorar y la propuesta de recomendaciones. La segunda consistió en transformar esos resultados en acciones concretas mediante un documento conocido como “Nuestra agenda de acción”. Los compromisos consideran seis temas prioritarios:

- La protección del clima
- Las materias primas y combustibles alternativos
- La salud y seguridad laboral
- La reducción de emisiones
- El impacto local
- Los procesos del negocio.

Todos los compromisos asumidos por Holcim en el orden internacional se han extendido a sus empresas en el mundo. En este contexto el grupo Polpaico ha elaborado planes concretos para cumplir las metas propuestas por la matriz: el desarrollo de operaciones sostenibles.

*(Continúa)*

<sup>4</sup> Distintas empresas del Grupo Holcim operan en 14 países de América Latina: Argentina, Brasil, Chile, Colombia, Costa Rica, República Dominicana, Ecuador, El Salvador, Guatemala, Honduras, México, Panamá, Perú y Venezuela.

**Recuadro II.1** (continuación)  
EXPERIENCIA DEL GRUPO POLPAICO  
EN LA SOSTENIBILIDAD DE SU NEGOCIO

Para cumplir las metas planteadas tanto por Holcim como por los acuerdos voluntarios asumidos por el grupo Polpaico, ha sido fundamental la convicción de la administración de la compañía y el respaldo e impulso que ésta ha dado para desarrollar las iniciativas necesarias. Por ejemplo, entre los años 1997 y 2004 invirtió más de US\$15 millones en iniciativas ambientales.

Uno de los primeros pasos en el camino de la sostenibilidad del negocio fue el diseño e implantación, en el año 2000, de un estándar de desempeño ambiental para las plantas cementeras del grupo conocido como Plant Environmental Profile (PEP). Consiste en una revisión de los aspectos técnicos, legales y administrativos de la gestión ambiental de cada una de las instalaciones. Es una revisión eminentemente técnica, efectuada por medio de cuestionarios estructurados y recopilación de datos objetivos, que permite evaluar el control de los procesos, contribuyendo al mejoramiento continuo del desempeño ambiental corporativo. La planificación ambiental es estratégica y, por tanto, las desviaciones detectadas en el PEP son analizadas e incorporadas en los presupuestos anuales y quinquenales de la compañía, con conocimiento y aprobación del directorio de la empresa.

Esta metodología permite comparar los resultados del desempeño ambiental de cualquier planta cementera mediante los indicadores generados. El indicador global de cada instalación, conocido como Environmental Plant Indicator (EPI), es utilizado como una herramienta de *benchmarking* dentro del grupo Holcim. Los impactos ambientales evaluados pueden ser de carácter local o global.

Esto es un ejemplo concreto de lo que está haciendo un grupo empresarial, dedicado a una actividad productiva que impacta directamente el medio ambiente, para que el negocio responda a las expectativas de la sociedad. “Creemos que, en la actualidad, las empresas no pueden evadir su responsabilidad con la comunidad en la cual se insertan, puesto que en definitiva es ella la que nos da la licencia para operar”.<sup>5</sup>

*Fuente:* Información proporcionada por Grupo Polpaico, Chile, en julio 2005.

vidad de los recursos y productos de servicio y, en definitiva, un cambio de la cultura empresarial.

### **3. Políticas de gestión del riesgo de la compañía y suministro de información**

Una definición de riesgo amplia puede ser muy útil en el proceso de toma de decisiones. La identificación de riesgos de carácter ambiental y social puede intervenir positivamente en la gestión. En el caso ambiental, aplicar un enfoque preventivo

<sup>5</sup> Porcil, Nicole y Héctor Missene, ejecutivos de la empresa Polpaico, julio 2005.

contribuye a evitar un daño que pueda convertirse en un pasivo para la empresa. A pesar de los beneficios ampliamente reconocidos de adelantarse a los acontecimientos, como lo han demostrado múltiples experiencias, muchas empresas aún no valoran adecuadamente sus riesgos, considerándolos algunas veces bajos y otras muchas aun inexistentes, con lo cual resulta innecesario acotarlos. Esta negligencia sólo se percibe cuando, en el marco de una crisis, la empresa debe asumir conflictos generados desde el gobierno (a veces por un cambio de mando), el público o las organizaciones de la sociedad civil, incurriendo luego en costos que una anticipación habría podido evitar.

Un enfoque equilibrado entre la obligatoriedad del cumplimiento de la regulación y la voluntariedad de las empresas de hacer bien las cosas puede ayudar a definir mejor los riesgos. Una temprana interacción de las empresas con sus públicos (gobiernos y sociedad civil) y la definición conjunta de cuáles han de ser los niveles aceptables de riesgo de acuerdo con estándares y normas nacional e internacionalmente aceptables son el mejor vehículo para minimizar costos por tal efecto.

Otro concepto que es importante definir desde la entidad decisoria de la empresa es el de pasivo. Está claramente identificado el pasivo financiero, el pasivo legal, pero es muy dificultoso identificar en la mayoría de las empresas los pasivos sociales y los ambientales, en especial estos últimos, ya que, para éstas, reconocer dichos pasivos significa asumir un costo que muchas veces no están dispuestas a cubrir. Por lo demás, esto puede repercutir en la reputación de una empresa y hasta afectar su valor bursátil, si se trata de empresas que cotizan en bolsa.

Hay empresas que asocian su política de pasivos a la necesidad de evitar mayores precios del producto final, los que afectan directamente a los consumidores. Muchas veces esto no tiene fundamento, ya que no se ha efectuado ningún tipo de examen o sondeo a esos grupos que permita conocer su nivel de conciencia respecto a temas ambientales y de salud que éstos reconocen como problema. Lo que es cierto es que el concepto de responsabilidad social implica que las empresas estén dispuestas a adoptar una posición más proactiva y a atender a todos aquellos impactos que afecten su gestión ambiental.

El papel de los gobiernos es fundamental no sólo en lo relativo a la definición de normas y estándares, sino igualmente en conexión con la globalización de ciertos valores culturales y conceptos asociados a la producción y el consumo sustentable. La difusión de estos conceptos da herramientas a los grupos relacionados para participar en la definición de los estándares social y ambientalmente aceptables y contribuye sustancialmente a la no casual simultaneidad histórica en el *momentum* de los temas de RSE y gobernabilidad empresarial.

Es importante anotar, no obstante, que una difusión generalizada de buenas prácticas obliga a las empresas a cumplir con lo prometido y acentúa la capacidad del gobierno y la sociedad para exigir ese cumplimiento. En otras palabras, el desarrollo por parte de las empresas de una política proactiva genera expectativas que, si no se cumplen, dan origen a conflictos (y costos) mayores.

Un ejemplo reciente es el caso del sector forestal en Chile. Como se muestra en el recuadro II.2, este sector ha desarrollado una muy interesante estrategia empresarial.

## **Recuadro II.2**

### **EL SECTOR FORESTAL EN CHILE**

El papel del Estado en el desarrollo sostenible del sector forestal ha sido importante. Lo demuestran los incentivos fiscales para impulsar la reforestación; el cambio en la ecuación entre rentabilidad y reducción del riesgo asociado a la creación de capital forestal; el mejoramiento de la tasa de recuperación de la inversión; el garantizar directa o indirectamente el control del capital forestal por parte de aquellos inversionistas que buscan la integración vertical al tomar ventaja de las materias primas de la industria; el mejoramiento, en suma, de la gestión sustentable del sector forestal como un todo.<sup>6</sup>

En Chile el esquema de asociación involucra a grandes compañías y Pymes (pequeñas y medianas empresas) y con unas y otras ha buscado la integración del sector por medio de mejoramientos en los planes de gestión. En el área de calidad el sector forestal junto con el Consejo Nacional de Producción Limpia ya han generado dos Acuerdos de Producción Limpia (APL). Uno de éstos cubre a la industria de la celulosa, cuyas principales firmas comprenden a la Compañía Manufacturera de Papeles y Cartones (CMPC), Celulosa Arauco y Constitución (CELCO) y Lincacel, las cuales supuestamente ya han cumplido 100% de los compromisos adquiridos en el APL (para el conjunto de sus plantas activas). El principal compromiso acordado fue una reducción de la contaminación de los ríos y la costa marítima, la cuantificación de los componentes de emisión y el establecimiento de los mecanismos de control, seguimiento y estímulo a la autorregulación, conforme a una evaluación regular. El desastre comprobado a finales de 2004 que causó en Valdivia la muerte de cisnes de cuello negro y la contaminación de las aguas de un río cercano a la principal planta de celulosa de CELCO, provocando el cierre de dicha planta, demostró que los principales compromisos del APL no se habían cumplido efectivamente y que había sido violada la Ley de Bases del Medio Ambiente. Esta situación ha comprometido no sólo el prestigio de esta empresa, sino el de la industria en general, dada su posición en los principales mercados globales.

El segundo acuerdo involucra a aserraderos y está dirigido a asegurar que las empresas firmantes cumplan con el APL en términos de estándares de descarga de aguas servidas y preservación de aguas superficiales y subterráneas, por medio de plantas de tratamiento de desechos industriales.<sup>7</sup> Ambos APL buscan alentar la innovación en los procesos de producción: por ejemplo, el sector forestal ha usado el desarrollo de la biotecnología para generar bioenergía verde de los desechos de aserraderos, produciendo de esta forma energía limpia a partir de desechos orgánicos.<sup>8</sup>

*(Continúa)*

<sup>6</sup> En este sentido, México ha sido la excepción por su estructura de plantíos.

<sup>7</sup> Se encuentra en negociación un APL que incluye plantas de aserradero y reindustrialización en las regiones VII, VIII, IX y X de Chile. Éstas concentran el 94% de la producción nacional e incorporarán estándares ambientales que pueden ser requeridos para el conjunto del sector.

<sup>8</sup> Consejo Nacional de Producción Limpia (2004), "Chile produce limpio", Santiago de Chile, septiembre <[www.produccionlimpia.cl](http://www.produccionlimpia.cl)>.

**Recuadro II.2** (continuación)  
EL SECTOR FORESTAL EN CHILE

Con el propósito de promover la política de producción limpia el gobierno chileno, por intermedio de la Corporación de Fomento de la Producción (CORFO),<sup>9</sup> ha presentado al Congreso un proyecto de Gestión Integral de Pequeñas y Medianas Empresas, cuyo principal objetivo es ayudar a las empresas a mejorar la calidad y productividad, introduciendo sistemas de gestión o estándares que incluyan evaluaciones, certificaciones y formas de financiamiento.<sup>10</sup>

Las pequeñas y medianas empresas forestales, y probablemente las grandes compañías que disponen de ventajas en las economías de escala, operan en segmentos de negocio en los cuales el diseño de producto y la eficiencia microeconómica depende más de factores organizacionales que de escalas operacionales (*batch*).<sup>11</sup> De esta forma, la asistencia estatal en la gestión es crucial si éstas pueden superar las dificultades estructurales que enfrentan (tamaño de la planta y falta de tecnología), las cuales ponen en cuestión su viabilidad de largo plazo.

Han aparecido nuevos instrumentos financieros dirigidos al sector y destinados a financiar parte de los proyectos de desarrollo, especialmente de las pequeñas y medianas empresas forestales. Los bonos forestales transables, de reciente aparición, involucran decisiones de inversión importantes dentro de los directorios de las empresas. En noviembre de 2002 la Fundación Chile (que desarrolla proyectos de capital semilla) colocó un bono por US\$13 millones en el mercado local. En 2004 anunció la colocación de un segundo bono, pero esta vez por US\$34 millones, como parte del segundo programa del SIF II, el cual busca fomentar la innovación en el sector forestal. El bono tendrá un período de vencimiento de ocho años y se espera una rentabilidad de 13,4%. Los recursos serían garantizados mediante contratos de largo plazo con las dos principales empresas forestales de Chile, CMPC y Celulosa Arauco y Constitución.

Los conflictos recientes han provocado que se conceda mayor importancia al desarrollo de mecanismos orientados a compatibilizar los intereses de la comunidad con los de las actividades productivas de las compañías. Éstas han tenido que integrar en su estrategia la variable de la comunidad, reconociendo su papel en el desarrollo y buen éxito del negocio. En este sentido, los esquemas de asociatividad público-privado han resultado de gran ayuda.

*Fuente:* Cepal, 2005.

<sup>9</sup> Cabe mencionar que CORFO es el organismo encargado del tema de la responsabilidad social corporativa del gobierno de Chile.

<sup>10</sup> Chile, Gobierno de Chile (2004), "Gestión integral de pequeñas y medianas empresas", Santiago, mayo.

<sup>11</sup> Muchas Pymes forestales son de propiedad familiar, con limitado acceso a capital de largo plazo, conocimiento tecnológico y mecanismos de gestión.

Varias empresas, sin embargo, no han integrado adecuadamente a su estrategia sus vínculos con los grupos relacionados y algunas no han cumplido adecuadamente con las obligaciones de transparencia asumidas. Recientemente el sector ha sido muy cuestionado, debido a una mala gestión de una de las principales empresas que simplemente no cumplió con la normativa ambiental, ni suministró información veraz y fidedigna a los grupos relacionados en la forma en que debía hacerlo. Los Acuerdos de Producción Limpia, en este caso, sirvieron para estimular la atención de los involucrados, lo cual en definitiva repercutió en contra de la referida empresa.

Lo que resulta claro en casos como este es que suministrar información oportuna a los interesados por medio de informes financieros, ambientales y sociales presenta una ventaja para la solución de potenciales conflictos. Transparentar la información puede ser un vehículo efectivo para reducir el nivel de conflicto, el cual, en este caso en particular, llegó hasta el cierre de la planta de celulosa, lo que significó pérdidas considerables para los accionistas y mala reputación para la empresa, entre otros efectos.

#### **4. Factores que favorecen la transparencia en la toma de decisiones de la empresa**

La creación de nuevos marcos regulatorios en materia de gobiernos corporativos en los países desarrollados, junto al desarrollo de nuevas metodologías, representa un avance hacia los objetivos de dar transparencia a las acciones de las empresas, democratizar su proceso interno de toma de decisiones y medir los esfuerzos realizados por éstas en el orden ambiental y social, lo cual puede servir de base para mejorar su desempeño, modernizando las prácticas empresariales.

Los cambios recientes en la estructura de los gobiernos corporativos apuntan hacia la transparencia y la rendición de cuentas, lo cual implica modificaciones relativas a la conformación de los directorios y a su independencia, no menos que a la constitución de los comités de auditoría interna y externa. En muchos casos no se trata de normas nuevas, sino de obligar al cumplimiento de la regulación ya existente en el ejercicio de políticas y prácticas de los directorios.

La principal función de los directorios es asegurar que, en todas las circunstancias, favorables o desfavorables, la administración de una empresa esté capacitada para cumplir con sus responsabilidades adecuadamente. El directorio debe ser capaz de monitorear sus políticas y decisiones de gestión hasta controlar la ejecución de las estrategias de la empresa. A raíz de la serie de escándalos financieros de los últimos años se ha marcado claramente una mayor tendencia a separar la función de los ejecutivos respecto de la estructura de los directorios, y es esto hacia lo que apuntan la mayor parte de las modificaciones a las leyes de valores en el ámbito de los gobiernos corporativos. Ésto no quiere decir que haya un continuo progreso en las legislaciones, sino que existen avances a medida que se genera una mayor conciencia sobre los temas de fondo, a lo cual también contribuyen aquellas crisis y escándalos.

Para estructuras empresariales como la que predomina en América Latina, básicamente la estructura familiar, resulta importante que esas prácticas que aseguran la

transparencia en los procesos de toma de decisiones de las empresas se consoliden. Esto no siempre es fácil de lograr, sin embargo, puesto que supone cambios estructurales en la cultura interna de las empresas. Oman (OCDE, 2003) identifica tres aspectos en la lista de prioridades en materia de gobiernos corporativos: mejorar la capacidad para atender el problema del empleo abusivo de las distintas clases de acciones existentes (eliminar los privilegios de los *insiders*); regular la propiedad de acciones cruzadas, y reformar las estructuras piramidales de control corporativo. Hay países que, además de reforzar las medidas para asegurar los derechos básicos de propiedad de accionistas minoritarios nacionales y extranjeros, requieren de una mayor exposición de la propiedad accionaria efectiva. Es de notar que el autor no identifica como uno de los principales problemas la inexistencia de regulaciones o normas, sino la incapacidad por parte de los países de aplicar las existentes.

Se observa, por lo demás, un cambio en la estrategia de algunos actores relevantes del mercado, como los inversionistas institucionales que han ido adquiriendo cada vez mayor fuerza en las decisiones de inversión, merced al poder que han alcanzado dentro de los portafolios y a los criterios sociales y ambientales que han adoptado en sus decisiones de inversión. Estos grandes inversionistas se hacen cada vez más poderosos y tienen cada vez mayor capacidad para actuar dentro de los directorios de las compañías e influir en las políticas y prácticas de gobernabilidad.

Entre los inversionistas institucionales no parecen mostrar tan claramente esa tendencia los fondos de pensiones. Aunque sus grandes inversiones operen como una palanca que les permite influir en el cambio de comportamiento de las compañías por medio del condicionamiento de sus inversiones, la creación de estándares de excelencia de los gobiernos corporativos, la ampliación del espectro de temas de interés (diversidad e independencia del directorio, prácticas de empleo, políticas ambientales, vínculos con la comunidad, entre otros), todos asuntos que deben tomar en consideración los directorios en el momento de diseñar sus estrategias y tomar sus decisiones, aún es casi nulo el poder de influencia de los accionistas minoritarios dentro de las grandes decisiones del negocio de fondos de pensiones en la región, sobre todo en lo relativo a la protección de sus derechos y al establecimiento de un trato equitativo. Esto se vincula con el tema de fondo de la gobernabilidad corporativa, la defensa de los derechos de propiedad de las personas o grupos interesados frente a los abusos del agente principal (grupo accionista controlador y sus ejecutivos).

Siguen siendo los accionistas mayoritarios quienes extraen los mayores beneficios de las compañías a costa de los minoritarios y otros interesados. Sin embargo, según Mike Lubrano, de CFI, “la gobernabilidad interna de los fondos de pensiones y otros inversionistas institucionales, el mercado y el ambiente regulatorio en el que se mueven, puede tener consecuencias importantes para generar incentivos, y la habilidad de tales instituciones puede orquestar la promoción de objetivos comunes tales como mejores prácticas de gobernabilidad entre las compañías en las cuales invierten dichos fondos”. (OCDE-CFI, 2005).

Los inversionistas sociales han aumentado, por lo demás, su presencia en los procesos de decisiones de los directorios de las empresas, en virtud de las significativas

inversiones en portafolios que están realizando.<sup>12</sup> El poder adquirido por estos grupos les ha permitido influir en dichos directorios introduciendo aspectos relevantes para el proceso de toma de decisiones.

Como lo muestra un informe preparado por Innovest Strategic Value Advisors, la creciente presión sobre las compañías para que reduzcan las emisiones de gas de efecto invernadero ha generado que se revisen las formas como se está llevando a cabo la reducción y se comiencen a cuantificar tanto sus costos financieros y competitivos como sus beneficios.<sup>13</sup> Esto ha llevado a que compañías de seguros, por ejemplo, empiecen a adoptar criterios de evaluación que incorporan la dimensión de cambio climático en el desempeño y estrategia empresarial de sus clientes. En 2002 el Carbon Disclosure Project, que representa a un consorcio de inversionistas institucionales y maneja activos por US\$400 mil millones, solicitó a 500 de sus empresas mostrar la información sobre sus emisiones de carbono. En diciembre del mismo año, la empresa aseguradora Swiss Re Insurance anunció el retiro de cobertura a aquellas compañías que no adoptaran políticas adecuadas en materia de cambio climático (BSR, 2003). Las decisiones sobre este tipo de políticas se han ido incorporando en la estructura misma de los órganos de toma de decisiones de las empresas, donde un cliente con poder de participación puede ejercer presión para cambiar la visión de una compañía sobre su responsabilidad social en casos con impacto global.

También ha cambiado el desempeño del área bancaria en materia de gobiernos corporativos, aun cuando éste todavía sea bajo. Latin Finance y Management & Excellence elaboraron en 2005 una encuesta que buscaba medir el desempeño de los bancos con presencia en América Latina en cinco áreas de la empresa: ética, gobernabilidad corporativa, RSE, sostenibilidad y transparencia. Fueron seleccionados 24 grandes bancos en seis países de la región, tanto nacionales como extranjeros. Sólo 15 de los 24 bancos (63%) contestaron la totalidad de las 160 preguntas del cuestionario. Se contrastó la información entregada por los bancos con los documentos y datos públicos, y aquella información que no pudiera ser confirmada fue extraída de la evaluación final. Los analistas hicieron un trabajo de investigación sobre las políticas y directrices de política en esas cinco áreas usando información pública, informes anuales y páginas *web* de los mismos bancos (Latin Finance y M&E, agosto 2005).

El mejor porcentaje lo obtuvo el banco brasileño Itaú, que logró casi el 100% en los cinco ítems, seguido por el banco chileno Santander-Santiago, que alcanzó casi el 85% en la evaluación final. El banco Itaú es un banco nacional que carece de una red

---

<sup>12</sup> El Interfaith Center for Corporate Responsibility (ICCR), coalición internacional que aglutina a 275 inversionistas institucionales con inversiones en portafolio de alrededor de US\$110 mil millones, ha sido el principal promotor de este nuevo esquema de gobernabilidad corporativa. Véase más información en "Overview for Business and Corporate Governance", <[www.bsr.org](http://www.bsr.org)>, 14 de agosto de 2004.

<sup>13</sup> Según el informe elaborado por Innovest Strategic Value Advisors sobre Carbon Disclosure Project (2003) existe un alto grado de consenso en Financial Times (FT) 500 respecto a la necesidad de iniciar acciones en el tema de cambio climático.

internacional, lo que podría traducirse en que muchas de las medidas de buen desempeño adoptadas forman parte de una política global que se desarrolla en la estructura de gobernabilidad corporativa de la empresa, la que se ha ido adaptando más rápidamente a las nuevas condiciones impuestas en los mercados en esta materia. Según su presidente, Roberto Setúbal, en el banco hay una visión de largo plazo que obliga a tener una gobernabilidad corporativa sólida.<sup>14</sup>

Este mejor desempeño de la gobernabilidad corporativa coincide, por lo demás, con el mejoramiento de los marcos legales en esta materia, como veremos en el siguiente apartado. Es justamente en Brasil y en Chile donde se han llevado a cabo las mayores reformas a la ley de mercado de valores, así como una política gubernamental dirigida a transparentar cada vez más este tipo de mercados.

## **5. Autorregulación *versus* obligatoriedad. La situación normativa en América Latina**

La proliferación de códigos e iniciativas de carácter voluntario que promueven las buenas prácticas en los negocios responde a la necesidad de mejorar el desempeño de las empresas. Sin embargo, en algunos países ya existen medidas obligatorias sobre aspectos específicos de la actividad empresarial, mientras que en otros hay una combinación de lo voluntario con lo obligatorio. Paralelamente, en diversos países se ha ido institucionalizando un esquema normativo dirigido a lograr un mejor funcionamiento de los gobiernos corporativos.

Desde la década de 1990 se inicia la publicación y difusión de informes sobre el desempeño de los gobiernos corporativos de las empresas. Basados en estándares y directrices generales, aunque no siempre con enfoques homogéneos, apuntan a mejorar la eficiencia de los directorios.

Desde finales de la década pasada, sobre todo después de la crisis asiática, algunas auditoras han venido desarrollando modelos de evaluación del desempeño de los gobiernos corporativos que se basan en criterios relacionados principalmente con distintos ámbitos de la responsabilidad social.<sup>15</sup> La visión que hasta entonces se tenía sobre la evaluación de la gobernabilidad corporativa se circunscribía fundamentalmente a la dimensión financiera; de hecho, el concepto de *stakeholders* (o grupos relacionados) comprendía tan solo accionistas y acreedores y no grupos interesados no financieros. En ese mismo período surgen en Estados Unidos las estrategias más

---

<sup>14</sup> Por sexto año consecutivo (versión 2005-2006), el Banco Itaú Holding Financiero S.A. fue seleccionado para conformar la cartera del Dow Jones Sustainability World Index (DJSI). Itaú se mantiene como único banco latinoamericano que participa en este índice junto con 316 empresas de todo el mundo de un total de 24 países. El desempeño de Itaú en general mejoró en comparación con el año anterior (sólo bajó en dos rubros). Recibió la nota máxima entre los 27 bancos analizados, especialmente en gestión de riesgo y política antifraude. Con respecto al valor de la marca, fue avaluada por la Interbrand en US\$1.342 millones.

<sup>15</sup> Standard & Poor's (2004), "Corporate Governance Evaluations & Scores", febrero.

agresivas de los principales fondos de pensiones en materia de gobiernos corporativos, las cuales promovían de manera voluntaria principios ligados no sólo a la organización interna de las empresas, sino igualmente a los públicos relacionados con sus actividades, algunos de los cuales pocos años más tarde se convertirían en normas obligatorias (en áreas como calidad de comités de auditoría, examen de los estándares contables, expansión del principio de rendición de cuentas, conflictos de intereses y otros).

Los elementos generalmente considerados por evaluadoras o consultoras con respecto a la calidad de los gobiernos corporativos han sido de cuatro tipos: a) la estructura de propiedad en conexión con las influencias externas; esto envuelve el examen de la transparencia, concentración y poder de influencia de dicha estructura; b) los derechos de los accionistas y sus relaciones con los *stakeholders*; esto comprende la observación de la participación amplia en reuniones de accionistas y de los procedimientos de voto, de los derechos de propiedad y capacidad de defensa en la toma de propiedad (*takeover*); c) la transparencia, exposición (*disclosure*), auditoría y rendición de cuentas; se trata de los contenidos de la exposición pública de información, el tiempo para acceder a ella y el proceso de auditoría, y d) la estructura del directorio, su eficacia e independencia, las formas de compensación a directores, ejecutivos y gerentes generales.

Estos elementos han permitido identificar fortalezas y debilidades en las prácticas de gobernabilidad de las empresas, dando lugar a una amplia discusión que ha aportado a la reciente tendencia a dictar normativas reguladoras de carácter obligatorio.

En un escenario ideal, la autorregulación debería generar una creciente conciencia en los actores y conducir de manera armónica a una normativa legal comúnmente aceptada. En la realidad, no obstante, son las fallas de mercado el elemento que proporciona racionalidad a la regulación, sobre todo a aquella asociada con lo ambiental. Por su carácter voluntario y su flexibilidad, la autorregulación puede tener mayor valor pero a la vez revestir mayor riesgo que las disposiciones de carácter obligatorio. En los países en desarrollo, por lo general, no son muy perfectos los marcos regulatorios en los que se desarrolla la actividad de la empresa, y los valores en los que se funda su actividad voluntaria, no son compartidos sino tan solo en una escala local. De allí que asuma gran interés examinar los cambios que en materia normativa se han producido en el mundo desarrollado y en los organismos internacionales.

En este sentido, muchos de los cambios generados en la Comisión de Valores (Securities Exchange Commission, SEC) de Estados Unidos a raíz de los escándalos financieros apuntan hacia el diseño de directrices que exigen un mínimo de transparencia en las decisiones relacionadas con el voto; por ejemplo, se exige a los fondos mutuos el registro de sus asesores de inversión y ejecutivos autorizados para votar en su nombre (*Proxy*).

Otras iniciativas de la SEC apuntan a aumentar la responsabilidad corporativa por medio del incremento de las competencias de los comités de auditoría en el ámbito de los directorios, al establecimiento de reglas para los servicios no auditados que suministran las empresas, no menos que a la construcción de un banco de pasivos ambientales de aquellas empresas que cotizan en bolsas estadounidenses.

La modificación de los Principios de Gobierno Corporativo de la OCDE (1999) y de las Directrices para las Empresas Multinacionales de la OCDE que incluyen un marco de sostenibilidad;<sup>16</sup> los diez principios del Global Compact, iniciativa de responsabilidad social de Naciones Unidas; los índices bursátiles Dow Jones y FTSE4-Good,<sup>17</sup> y, en general, los compromisos específicos asumidos por los gobiernos y los distintos actores en las distintas cumbres y conferencias internacionales en materia de responsabilidad social y gobiernos corporativos, nos muestran una clara tendencia en el plano internacional a poner mayor énfasis en la esencial importancia de democratizar la gobernabilidad corporativa de las empresas.<sup>18</sup>

En lo que va de la presente década no son muchos los países de América Latina que han realizado reformas mayores en el marco legislativo que regula la gobernabilidad corporativa. Los cambios han ido dirigidos especialmente a las empresas listadas en bolsa o registradas en valores.<sup>19</sup> En el informe preparado por la OCDE-CFI para la 6ª reunión de la mesa redonda sobre gobiernos corporativos, espacio en el que se analizan los avances en la puesta en obra del libro blanco sobre gobiernos corporativos en América Latina, es posible observar aquellos aspectos en donde se han efectuado los cambios más relevantes.<sup>20</sup>

Muchas de estas reformas apuntan a una mayor transparencia en los procesos y estructuras de decisión de las empresas, en conexión con la conformación de los directorios (proceso de elección), los comités de auditoría interna y externa, la estructura de propiedad accionaria, entre otros. En general estos cambios no contemplan, sin embargo, aspectos relacionados con una mayor apertura a la participación de otros grupos relacionados con el negocio ni definiciones más amplias de riesgo que permitan integrar la dimensión ambiental y social. No incorporan, en otras palabras,

---

<sup>16</sup> Los Principios de la OCDE promueven las siguientes categorías: derechos y trato equitativo de los accionistas, papel de los *stakeholders* o grupos interesados en la gobernabilidad corporativa, transparencia y exposición de la información y responsabilidad de los directorios.

<sup>17</sup> El DJSI reúne a 317 empresas de 24 países; entre éstas sólo hay tres latinoamericanas que son de origen brasileño: Itaú, Cemig y Aracruz. El índice está formado por acciones de empresas reconocidas ampliamente por su sustentabilidad corporativa, esto es, empresas capaces de crear valor para sus accionistas en el largo plazo, merced al aprovechamiento de las oportunidades y a la gestión de los riesgos asociados a factores económicos, sociales y ambientales.

<sup>18</sup> Para más detalles sobre las distintas iniciativas, ver Núñez, Georgina (2003), "La responsabilidad social corporativa en un marco de desarrollo sostenible", Santiago.

<sup>19</sup> Algunos de esos cambios se han llevado a cabo en Argentina, con el Decreto 677/01 (2001); en Brasil, con la Ley de Corporaciones y la Ley de Valores (2001); en Chile, con la Ley de OPAS y enmienda a la Ley de Corporaciones (2000); en Colombia, con la nueva Ley del Mercado de Valores (2005). En México se hizo una importante reforma a la Ley de Mercado de Valores (2003).

<sup>20</sup> En la VI reunión de la mesa redonda, este grupo presentó recomendaciones, un plan de acción y una agenda de reuniones entre compañías regionales e inversionistas locales e internacionales. Esta iniciativa fue complementada por la propuesta de creación de un círculo de empresas públicas.

**Cuadro II.1**  
CRITERIOS UTILIZADOS POR ALGUNAS INICIATIVAS VOLUNTARIAS DE RSC

Tópicos de RSC referenciados	GRI	Directrices para las empresas multinacionales, de la OCDE	Pacto mundial de las Naciones Unidas	WBCSD	BSR	Empresa
<b>Generales</b>						
Rendición de cuentas	✓	✓	✓	✓	✓	
Transparencia	✓	✓	✓	✓	✓	
<b>Económicos</b>						
Gobernabilidad corporativa	✓	✓		✓	✓	✓
<b>Medioambientales</b>						
Referencia al medio ambiente	✓	✓	✓	✓	✓	✓
Gestión medioambiental		✓		✓	✓	
Sistema/ código de conducta						
Informes de desempeño ambiental	✓	✓		✓	✓	✓
<b>Sociales</b>						
Estándares laborales	✓	✓	✓	✓	✓	✓
Derechos humanos	✓	✓	✓	✓		✓

Fuente: Con base en los Principios de Gobernabilidad Corporativa, OCDE, 2004.

**Recuadro II.3**  
INICIATIVAS LATINOAMERICANAS

A mediados del 2005 fue lanzada en el índice Bovespa (Bolsa de Valores de São Paulo) la iniciativa “El círculo de compañías”. Creada a partir de una recomendación de la asamblea de la 5ª mesa redonda latinoamericana OCDE-CFI sobre gobiernos corporativos realizada en Río de Janeiro en 2004, sus cuatro principales objetivos son:

- Difundir las ventajas de adoptar buenas prácticas de gobernabilidad corporativa entre un número importante de empresas de la región.
- Crear una guía práctica para las compañías sobre cómo avanzar gradualmente en el mejoramiento práctico de la gobernabilidad corporativa.
- Promover el diálogo entre las empresas latinoamericanas y los inversionistas.
- Y ser la voz del mundo empresarial en una serie de mesas redondas y reuniones con órganos regulatorios, especialistas y otras organizaciones involucradas en la instrumentación de la buena gobernabilidad.

Fuente: Sobre la base de información proporcionada por OCDE, 2005.

una visión más integrada del negocio que considere a cada uno de esos elementos en el conjunto de la estrategia empresarial.

Un aspecto en el que ha habido avances sustantivos en muchas de las legislaciones ha sido el mejoramiento del suministro de información financiera de las empresas, lo que ha sido posible merced a la compatibilización de los regímenes contables locales con los estándares internacionales de informes financieros. Se han dado pasos importantes en algunos países en relación con: a) el mejoramiento de las metodologías y capacidades para evaluar la integridad de los informes financieros; b) la función de los comités de auditoría interna y externa; c) el control por parte de las entidades regulatorias en cuanto a transparentar las distintas operaciones y dar información sobre los grupos empresariales que realizan las operaciones; d) el giro de los distintos negocios relacionados, especialmente aquellos más relevantes de empresas conexas que no están listadas en bolsa y cuya información es fundamental para los entes supervisores, y e) la adopción de estándares contables obligatorios, homologados a su vez a los estándares internacionales.<sup>21</sup>

Entre las muchas razones que explican las limitaciones aún existentes en las normativas está la dificultad de los órganos estatales para conciliar las distintas posiciones, no menos que el accionar de grupos poderosos que ejercen una fuerte resistencia a ciertos cambios que pueden traducirse en mayores presiones por parte de los grupos relacionados. Muchos de estos obstáculos que limitan los cambios son atribuidos por el informe de la OCDE-CFI a “diferentes culturas políticas en cuanto a la legitimidad de las organizaciones no gubernamentales. Nuevas organizaciones, como las de inversión o las institucionales, pueden tener poca legitimidad a menos que cuenten con el patrocinio gubernamental implícito o estén respaldadas por asociaciones tradicionales ya establecidas. Hay países, sin embargo, que pueden mostrar más aceptación a la incorporación de otros actores en el proceso de toma de decisiones de la empresa, pero este es un cambio aun muy incipiente” (OCDE-CFI, 2005).<sup>22</sup>

Actualmente existe un fuerte debate en torno a la legitimidad de hacer equivalentes las buenas prácticas de gobierno corporativo a su buen desempeño financiero.<sup>23</sup>

---

<sup>21</sup> Colombia, por ejemplo, con su Ley de mercado de valores de 2005, dio un importante paso, ya que en la conformación del comité de auditoría la dirección queda entregada a un director independiente, condición importante para que en ciertas decisiones de la empresa, como las políticas de remuneraciones o de inversión o de gestión ambiental, puedan incorporarse criterios no puramente económicos. La función de la entidad supervisora en la identificación de los grupos corporativos y en el control de las operaciones de partes relacionadas también ha mejorado en algunas de las nuevas legislaciones.

<sup>22</sup> Lubrano, Mike (2005), “Synthesis Note: Progress Report on Implementation of the White Paper on Corporate Governance in Latin America”, informe presentado en la Sexta reunión de la mesa redonda sobre gobiernos corporativos de América Latina, 20-21 de septiembre, Lima, Perú.

<sup>23</sup> Es importante señalar que muchas empresas han creado comités de directorio que atienden a temas no financieros pero relevantes para el proceso de toma de decisiones, como la responsabilidad social de la empresa, lo que igualmente envuelve el ámbito ético y las relaciones con la comunidad, entre otros problemas. En este mismo sentido, hay empresas que ya tienen incorporado en su estructura de

**Recuadro II.4****EL CASO DE LA MINERA CANADIENSE PLACER DOME<sup>24</sup>**

Una gestión empresarial sostenible debería concebir a la empresa como un microcosmos en el que los tres parámetros –crecimiento económico, cohesión social y preservación ambiental– estén adecuadamente integrados.

La empresa minera canadiense Placer Dome es un ejemplo de esto, puesto que considera como el principal prerrequisito para su desarrollo sustentable el contar en cada una de sus plantas con una buena relación con sus grupos relacionados locales (iglesias, sindicatos, científicos, gobiernos locales, grupos de derechos humanos).

Una muestra de la importancia asignada por el directorio de la empresa a su desempeño social la ofrece la contratación por ésta, en 2003, de la aplicación de un censo a líderes de opinión de las comunidades que rodean a 15 de sus principales minas en siete países. Para ello se realizaron 238 entrevistas, con un cuestionario estándar sobre algunas de las cualidades de la relación entre empresa y grupos relacionados, como la generación de capital social, la confianza y el grado de conocimiento de la empresa. Como resultado del instrumento “Medir los impactos en la comunidad”, más del 70% de los entrevistados mostraron mucha satisfacción respecto de la relación de su comunidad con las mineras de Placer Dome.

La principal utilidad de este ejercicio reside en que la información generada permitió a la alta dirección de la empresa redefinir sus programas de responsabilidad social de manera individual para cada una de sus operaciones, sin incurrir en un costo excesivo. El primer ejercicio le significó a la empresa US\$150.000 y se calcula que futuros ejercicios le costarán cerca de US\$100.000.

En general los líderes comunitarios valoraron positivamente el esfuerzo de la minera por incorporar sus opiniones en la percepción de la empresa, la que mejoró sustantivamente después de la aplicación del censo. Los resultados de este ejercicio fueron publicados por la compañía en su Informe de sustentabilidad corporativa, 2003.

*Fuente: Información proporcionada por Placer Dome, Chile, 2005.*

Esto ha impulsado a diseñar sistemas que incorporen las distintas dimensiones de la empresa y no sólo el aspecto financiero. Sin embargo, todavía son pocas las empresas que han adaptado aspectos “no financieros” (ambientales y sociales) a estos modelos de gestión de gobernabilidad corporativa. En su mayoría se trata de grandes empresas globalizadas, aunque ya se avanza también en la incorporación de medianas y pequeñas. Algunas ya han asumido que ser responsables socialmente implica definir y entender adecuadamente la relación de la empresa con la sociedad y el medio ambiente.

---

gobierno corporativo el compromiso con el desarrollo sostenible y con las convenciones internacionales. Estos objetivos son planteados como metas empresariales e individuales construidas dentro del *balance scorecard* de la empresa.

<sup>24</sup> Esta empresa canadiense fue recientemente adquirida por la Cía. Minera Barrick.

Un ejemplo de empresas que operan en América Latina y cuya principal actividad económica está relacionada con la explotación de recursos naturales y, además, han incorporado ya la dimensión social y ambiental a la estrategia del negocio, es el GrupoNueva.<sup>25</sup> Éste aplica su propia metodología conocida como *sustainability scorecard* que permite, junto con los objetivos financieros, incorporar los ambientales y sociales en la estrategia global de su negocio. En función de estos objetivos la empresa diseña indicadores de desempeño en las tres áreas: financiera, social y ambiental.

Las empresas han descubierto que gracias a estos modelos más amplios es posible mejorar el desempeño financiero. Algunos estudios han demostrado que existe una correlación entre un buen gobierno corporativo, el valor de la empresa y los retornos extraordinarios.<sup>26</sup> Asimismo, otros estudios han mostrado que tanto la diversidad étnica como la de género en la conformación de los directorios son también premiadas por el mercado. Según el estudio comparado de empresas de Standard & Poor 500, la diversidad en los directorios se traduce en retornos que son 21% mayores de aquellos que corresponden a directorios que no la tienen.<sup>27</sup> Igual desempeño muestran aquellas empresas cuyos trabajadores son también sus propietarios al poseer acciones de ellas.

La interrogante que se plantea es ¿cómo hacer más atractiva una empresa que incorpora todas estas variables para los inversionistas? Actualmente, en general existe una mayor disposición a premiar a las empresas que exhiben altos estándares de gobierno corporativo: según se observa en una encuesta de opinión realizada en 2002 por McKinsey & Co., en América Latina los inversionistas están dispuestos a pagar entre 20 y 25% más por acciones de empresas que ostenten buenos gobiernos corporativos.

El *Business Week* ha diseñado un escalafón anual de los 25 mejores y peores directorios de empresas. Desde el año 2002 se incluyen en la evaluación tres categorías más asociadas a la buena gobernabilidad: *Most Improved Boards*, *Boards that Need Work* y un *Hall of Shame*. Considera, además, el desempeño de los directorios independientes, la propiedad de las acciones y el activismo del directorio.

Otro criterio para reconocer a los mejores directorios es la utilización en su evaluación de variables cualitativas como, por ejemplo, el cumplimiento de sus responsabilidades hacia los empleados y hacia la sociedad, los estándares éticos y morales de los negocios, la capacidad para manejar conflictos internos de manera eficiente y otros.

---

<sup>25</sup> GrupoNueva es un grupo empresarial que opera en Latinoamérica generando empleo para más de 17.000 personas, con activos en la región superiores a US\$2.500 millones.

<sup>26</sup> Véase el artículo BSR (2004), "Overview for Business and Corporate Governance", <[www.bsr.org](http://www.bsr.org)> 14 de agosto, donde se mencionan algunos de los resultados de un estudio realizado por Paul Gompers, Joy Ishii y Andrew Metrick para la construcción de un índice de gobernabilidad (National Bureau of Economic Research, 2001).

<sup>27</sup> En la misma publicación "Overview for Business and Corporate Governance" se hace mención del estudio realizado por Amy J. Hilliman, Ira C. Harris, Alber A. Cannella Jr. y Larry Bellinger, en el que se identifica a la diversidad como un elemento positivo de un buen desempeño bursátil.

## **6. El papel de los fondos de inversión socialmente responsables como promotores de la RSC y la buena gobernabilidad**

Un área de negocios que ha sido fuertemente afectada por la regulación después de los escándalos financieros es la de los fondos de inversión. Se han endurecido los controles relativos a la información utilizada por éstos para conformar sus portafolios. En este mismo ámbito, en los últimos años ha habido un crecimiento importante de los fondos de inversión socialmente responsables en algunos países (fundamentalmente Estados Unidos y Europa), aunque ha sido menor en otros (América Latina y Asia). Lo interesante de estos fondos es el desarrollo de criterios de selección de empresas basados en principios de sostenibilidad.

De acuerdo con el Social Investment Forum, en el año 2001 en Estados Unidos 230 fondos mutuos, con alrededor de US\$150 mil millones en activos, utilizaron criterios de inversión social. En el mismo período en Europa el número de fondos que emplearon esos mismos criterios fue de alrededor de 160, distribuidos en el Reino Unido, Francia, Alemania, Italia, Suecia y Suiza. Muchos de los inversionistas que invirtieron en esos fondos buscaban más que retornos, especialmente cuando todas las bolsas estaban cayendo en Estados Unidos y Europa. En realidad, después de 2001 lo que buscaban eran fondos éticamente más seguros en los cuales poder confiar. Este vuelco en las preferencias de los inversionistas tiene que ver también con la mayor apertura y transparencia de las empresas en relación con la información ambiental y laboral que proporcionan al mercado. El buen desempeño ambiental de una empresa es considerado un activo que en algunos mercados se comienza en la actualidad a valorar.

A los fondos socialmente responsables se les plantea una disyuntiva importante. Por una parte tienen que diferenciarse de los otros fondos mediante el proceso de selección de empresas, pero esto no es una garantía suficiente, ya que no son inmunes a los fraudes financieros, por cuanto las empresas les proporcionan la misma información que a todo el mercado. En un sistema poco transparente en relación con la información pública a la que se tiene acceso, resulta difícil que estos fondos no sean afectados. La instalación de una buena regulación y supervisión es una mayor garantía en términos de transparencia y rendición de cuentas por parte de las compañías, lo que quedó en evidencia en 2001 con los casos de fraude. En muchas ocasiones las empresas cumplen plenamente con estándares impuestos por este tipo de fondos; sin embargo, es muy difícil comprobar la veracidad de la información proporcionada al mercado o detectar alguna irregularidad en los números que a su vez son comunicados a la instancia reguladora.<sup>28</sup>

---

<sup>28</sup> The Calvert Social Index Fund, fondo de inversión social muy conocido en Estados Unidos por sus rigurosos criterios para seleccionar a las empresas que integran sus portafolios, durante muchos años evitó incluir las acciones de Enron, pero en marzo de 2001 la compañía había mejorado su política ambiental de forma suficiente para cumplir con los estándares de Calvert, y éste invirtió US\$203 mil en acciones de Enron que vendió en noviembre de ese mismo año por un décimo del valor original. Véase *International Herald Tribune*, 20-21 de septiembre de 2002.

Por otra parte, en términos de viabilidad y rentabilidad, dichos fondos presentan limitaciones. No obstante, la proliferación en los últimos años de fondos de inversión socialmente responsables ha llevado a aminorar el impacto de uno de los principales inconvenientes de este nicho de mercado, la poca diversificación, elemento fundamental para reducir el riesgo y los costos de inversión.

Sin embargo, la ausencia de portafolios globales, la existencia de limitaciones geográficas y sectoriales, no menos que los fondos especializados, hacen que los fondos socialmente responsables todavía sean de reducido número en la región. Existe también la idea de que este tipo de fondos tiene altos costos de administración, ya que requieren de investigación específica adicional.

Muchas de estas compañías basan su información en auditorías sociales que no dan toda la información, la que además es difícil de verificar. De hecho, muchas veces la información proporcionada por estos informes sociales no es obligatoria, no está auditada, ni tampoco estandarizada. Esto ha provocado que en algunos países, principalmente europeos, como Gran Bretaña, Alemania y Francia, los fondos sean obligados por ley a mostrar sus políticas de sostenibilidad, no sólo los aspectos económicos sino también los sociales y ambientales.

## **7. Algunas consideraciones finales**

La sostenibilidad ambiental y la responsabilidad que ante ésta asuman los actores han de ser objeto de una normativa cada vez más perfeccionada. La disponibilidad de las empresas a reconocer su responsabilidad en este tema crucial es una condición indispensable. Siempre habrá, empero, un margen en el cual la voluntad de las empresas y su alta dirección marcarán la diferencia en el aporte que las empresas puedan hacer.

María Emilia Correa, vicepresidenta del GrupoNueva, dice en este sentido que “el consumo excesivo de recursos naturales, la corrupción, los daños al entorno, los efectos sobre la salud de las personas o sobre la calidad de vida de las comunidades, no son externalidades que deban ser solucionadas por el Estado o por las mismas personas afectadas, son impactos posibles de la producción y venta de bienes y servicios que los empresarios podemos minimizar, buscando maximizar los efectos positivos de nuestra acción”.<sup>29</sup>

La gobernabilidad corporativa aporta positivamente al desarrollo sostenible cuando se hace un reconocimiento explícito de la función que la empresa asume en este aspecto, es decir, cuando a partir del conocimiento pleno de su proceso, ésta reconoce y asume la responsabilidad de todo aquello que deriva de él. Esto implica tomar en cuenta en el diseño de la estrategia y en la toma de decisiones no sólo a los inversionistas, sino igualmente a los otros actores relacionados con la actividad de la empresa: gobiernos, consumidores, trabajadores, accionistas minoritarios y otros.

---

<sup>29</sup> Correa, María Emilia (2005), “Responsabilidad social y ambiental”, GrupoNueva, julio.

Cabe sostener, entonces, que una empresa socialmente responsable atiende de forma equilibrada a los objetivos sociales, ambientales y económicos (utilidades, crecimiento, gestión del riesgo y otros). La RSE implica que las empresas estén dispuestas a adoptar una posición más proactiva, de tal forma que puedan anticiparse a eventuales impactos negativos de su actividad.

La regulación en temas como competencia, gobernabilidad corporativa o mercados accionarios parece indispensable para la generación de una cultura social y ambientalmente responsable, no menos que para la globalización de valores universales como el respeto a los derechos humanos y laborales, la suspensión de la discriminación racial y de género, entre otros. En los países en desarrollo estos son temas que evolucionan de forma paralela a la expansión de los mercados, pero no a la misma velocidad de éstos, lo que ocasiona que se genere una brecha importante entre la evolución de los sectores de la economía (sobre todo los más dinámicos) y la regulación. Una acción responsable no ha de tomar ventaja de las imperfecciones y debilidades de esos marcos normativos, y obrará de forma plenamente ética. Hay empresas multinacionales que se instalan en países en desarrollo para llevar a cabo operaciones que en sus países de origen serían impensables. Aprovechan los vacíos o la falta de regulación que les permiten hacerlo, y no violan ninguna norma. El tema de la protección ambiental es un ejemplo de aquellas áreas cuya normativa es, o bien muy reciente, y por tanto requiere de ajustes, o bien incompleta, o simplemente inexistente, situación que se presta a que las empresas no estén obligadas a cumplir más allá de lo exigido por tales normas, aunque éticamente debieran hacerlo. El cumplimiento de las normas permite dar un paso y liderar procesos donde las empresas se apropien de las normas, las hagan suyas y creen procesos innovadores, que les permita mostrar que son social y ambientalmente responsables y diferenciarse de las demás.

Hay además otras situaciones en que las empresas no actúan de conformidad con la norma, en particular la colusión entre empresas y funcionarios orientada a burlar o transgredir las normas. Estos temas también adquieren importancia en el plano de la sostenibilidad, por desgracia. En el plano ambiental resulta habitual encontrar autorizaciones, por lo general de gobiernos locales, para la construcción de plantas que impactan los ecosistemas en zonas sensibles y sujetas a prohibición. Esto es frecuente particularmente en aquellas actividades asociadas a la industria extractiva o a la explotación de recursos naturales. Estos casos demuestran que la RSE también debería ejercerse para cooperar a erradicar tales prácticas, con la finalidad de asegurar la transparencia en las decisiones gubernamentales, práctica que, en definitiva, es la que más favorece el desarrollo estable de la actividad económica.

Es importante el sostén que la empresa puede dar a la acción del gobierno no sólo respecto al cumplimiento de la normativa nacional, sino igualmente en la entrega de la información y el conocimiento necesarios para mejorar la eficiencia en todas aquellas áreas donde el sector público tiene una responsabilidad: por ejemplo, la intervención eficiente de los servicios públicos o la mitigación adecuada de la actividad empresarial, cuando esto corresponda.

Particularmente en los países en desarrollo, sin embargo, con mucha frecuencia el sector público tiene limitaciones para cumplir plenamente con dichas responsabilida-

des y requiere del trabajo conjunto con el sector empresarial, ya que éste cuenta con los recursos económicos y, además, es generalmente el responsable, por su actividad, de las externalidades que afectan a los distintos grupos relacionados.

Los escándalos financieros han llevado a los mercados y a sus actores a iniciar algunos cambios que indican una tendencia diferente. La identificación y los avances alcanzados en cada uno de los ámbitos de la RSE apuntan, por su parte, hacia nuevas formas de desarrollo productivo dentro de un marco de sostenibilidad económica, social y ambiental que confirma la construcción de una nueva cultura corporativa en el orden local, regional e internacional. Uno de esos ámbitos es el de la gobernabilidad corporativa, tal vez la dimensión de la RSE que ha exhibido los cambios más significativos en esta nueva cultura corporativa.

La proliferación de códigos éticos e iniciativas voluntarias que promueven las buenas prácticas en los negocios responde a la necesidad de mejorar el desempeño de las empresas en materia de gobiernos corporativos. Pero en tanto que en países como Estados Unidos o algunos europeos existen actualmente medidas obligatorias sobre aspectos específicos de gobernabilidad empresarial, en nuestra región aún hay mucho espacio para lo voluntario y queda, por tanto, mucho por mejorar en materia de normativa y regulación. Hay otros casos, sin embargo, en que conviven lo voluntario y lo obligatorio. Gran interés ha revestido la creciente institucionalización paralela de un esquema normativo que se está desarrollando y que apunta a mejorar el funcionamiento de los gobiernos corporativos.

Si bien existe una clara tendencia a la autorregulación, no menos cierto es que ésta requiere de la definición y cumplimiento de una línea base que aporte elementos a las decisiones de la empresa. En este sentido, la transparencia y la rendición de cuentas, dos factores centrales de la RSE, adquieren una enorme relevancia en el proceso de toma de decisiones y diseño de políticas de las empresas.

En América Latina no son muchos los países (no más de siete) que en la última década han realizado reformas mayores en el marco legislativo referente a gobernabilidad corporativa. En general, estos cambios relativos a las reglas de acción de las empresas han estado orientados en particular hacia aquellas empresas listadas en bolsa o registradas en valores, esto es, a las mayores y a algunas medianas, las cuales, si bien ostentan una participación importante en el PIB de los países, no necesariamente son las que tienen el mayor impacto socioambiental.

En su mayoría estas mismas empresas son las que han realizado, por su parte, los mayores cambios en su visión y estrategia de negocio, dirigiéndolo hacia una mayor sostenibilidad. A través de sondeos de opinión a empresas ha sido posible identificar al menos tres razones principales de estos cambios de esquema y visión de negocio: el propósito de cumplir la normativa es la primera; la necesidad de acceder a los mercados internacionales, la segunda, y el mejoramiento de su imagen ante la comunidad con la que se relaciona, la tercera. Aunque estos tres elementos no sean necesariamente un indicativo de cambio en la cultura empresarial, sí marcan una tendencia respecto de los valores que se van imponiendo en el momento de tomar decisiones en los negocios.

En la medida en que estos elementos sean tomados en consideración por las esferas de decisión de las empresas y lleguen a formar parte de su estrategia, contribuirán no sólo a la solución de problemas ambientales que afectan a las poblaciones, sino además, y esto es importante, a la construcción de una cultura empresarial distinta. Se requiere de decisiones dirigidas a generar el instrumental necesario para gestionar todos aquellos aspectos involucrados en la actividad de la empresa, la cual va más allá del tema financiero, de la producción, comercialización y otros. Falta una visión estratégica de la empresa que permita desarrollar ese instrumental. Una prueba de esto puede observarse en la incapacidad de adelantarse a los problemas ambientales o de evitar que ciertas eventualidades se conviertan en problemas estructurales, cuando para una empresa aquella (pasivos ambientales) sólo pueden afectar su valor.

## Bibliografía

- Bovespa-OCDE-CFI (2005), "The Latin America Corporate Governance Roundtable", Companies Circle, Summary Record, São Paulo, mayo.
- Correa, M.E. y G. Gallopin, G. Núñez (2005), "Medir para gestionar la RSC", *Harvard Business Review*, Vol. 83, Nº 8, Santiago.
- Centro Nacional de Gobierno Corporativo (2005), "Cómo están los bancos colombianos según Latin Finance y M&E", Confecámaras, Bogotá, septiembre.
- Cepal (2003), Núñez Georgina, "La responsabilidad social corporativa en un marco de desarrollo sostenible", Serie Medio Ambiente y Desarrollo, Santiago, diciembre.
- Consejo Nacional de Producción Limpia (2004), "Chile produce limpio", Santiago, septiembre <[www.produccionlimpia.cl](http://www.produccionlimpia.cl)>
- Chile, Gobierno de Chile, Corfo (2004), Gestión integral de pequeñas y medianas empresas, mayo.
- Innovest Strategic Value Advisors (2003), "Report on Carbon Disclosure Project", Canadá, febrero.
- Lev, Baruch (2001), "Intangibles, Management, Measurement and Reporting", Brookings Institution Press, Washington, D.C., mayo.
- Latin Finance y M&E (2005), "Results of the First Survey of Ethics and Transparency at Latin America's Largest Banks", agosto.
- OCDE (2005), "The UN Global Compact and the OECD Guidelines for Multinational Enterprises: Complementarities and Distinctive Contributions", París, abril.
- \_\_\_\_\_. (2004), "Roundtable on Corporate Social Responsibility: Encouraging the Positive Contribution of Business to Environment through the OECD Guidelines for Multinational Enterprises", Summary of the Roundtable Discussion, París, junio.
- \_\_\_\_\_. (2005), "Annual Meeting of the National Contacts Points for the OECD Guidelines for Multinational Enterprises", Summary of the Discussion, París, mayo.
- OCDE/CFI (2005), "Synthesis Note: Progress Report on Implementation of the White Paper on Corporate Governance in Latin America", Lima, septiembre.

Oman, Charles y Daniel Blum (2005), "Corporate Governance. A Development Challenge", Policy Insights, N° 3, OCDE, Development Centre, París <[www.oecd.org/dev/insights](http://www.oecd.org/dev/insights)>.

Standard & Poor's (2004), "Corporate Governance Evaluations & Scores: Interactive and Independent Analysis", febrero.



### Capítulo III

## GOBERNABILIDAD CORPORATIVA EN AMÉRICA LATINA: ESTRUCTURA PATRIMONIAL, PRÁCTICAS Y POLÍTICAS PÚBLICAS

*Germano M. de Paula  
y Leonardo E. Stanley*

### 1. Introducción

En los últimos años el tema de la gobernabilidad corporativa ha ido captando una creciente atención por parte de empresas, gobiernos e investigadores. Al igual que en otros tópicos de interés, es normal que se usen diferentes enfoques para su análisis; sin embargo, esa multiplicidad dificulta los estudios de carácter comparativo e impone a cada autor la necesidad de hacer explícito el concepto de gobernabilidad corporativa que utiliza.

El objetivo de este capítulo es analizar la gobernabilidad corporativa en los países latinoamericanos. Está articulado para ello en ocho secciones. En la primera se hace una revisión de las definiciones de gobernabilidad corporativa, en tanto que la segunda aborda la importancia del tema y su relación con el desarrollo económico. La tercera presenta los principales aspectos que destaca la literatura especializada, los que se ordenan en tres dimensiones: estructura patrimonial, prácticas empresariales de gobernabilidad corporativa y políticas públicas. La cuarta sección está dedicada al análisis de los casos nacionales relevantes, tomando en cuenta la creciente presión hacia la convergencia de los patrones de gobernabilidad corporativa. En la quinta se analiza la experiencia latinoamericana en lo que se refiere a las políticas públicas, en particular al modo como éstas afectan los derechos de los accionistas minoritarios y de los acreedores. La sexta sección examina la estructura patrimonial, y la séptima, las prácticas empresariales de gobernabilidad corporativa en América Latina. En la última sección se presentan las conclusiones y recomendaciones de políticas.

### 2. Definición de gobernabilidad corporativa

La gobernabilidad corporativa puede definirse de diversas maneras. Este tema recibe contribuciones de múltiples disciplinas, como finanzas, macroeconomía, planeamiento estratégico, sociología y ciencia política. Según Babic (2003), el estudio de la gobernabilidad corporativa abarca problemas relativos a la toma de decisiones empre-

sariales, liderazgo, teoría de la organización y sociología de élites. El concepto puede también abarcar una amplia gama de aspectos, incluyendo la política macroeconómica, el grado de competencia en los mercados y el marco legal y regulatorio de cada país.

La definición quizá más conocida es la de Shleifer y Vishny (1996), según la cual la gobernabilidad corporativa trata de los medios en virtud de los cuales los suministradores de recursos financieros a las empresas buscan asegurar el retorno de su inversión. Oman (2001) señala que esos recursos pueden provenir de diferentes fuentes, desde accionistas (financiación mediante emisión de acciones), pasando por acreedores (financiación mediante créditos), hasta capital humano relativamente específico a una empresa (empleados) y a otros activos tangibles e intangibles que éstas pueden utilizar para operar y crecer. Becht, Bolton y Röell (2002) indican que los problemas de gobernabilidad corporativa surgen cuando un inversionista externo a una empresa intenta ejercer el control de su administración de modo diferente al gerente.

Babic (2003) resalta que las definiciones de gobernabilidad corporativa varían considerablemente. En un sentido estricto, puede ser entendida como un conjunto de reglas internas a la empresa que definen la relación entre los propietarios y los gerentes. En una visión más acotada, el término abarcaría la estructura y el funcionamiento del consejo de administración y de los sistemas formales de la responsabilidad de los ejecutivos frente a los accionistas. En un sentido más amplio, como el propuesto por el Banco Mundial, involucra las relaciones entre propietarios, consejos de administración y otras personas relacionadas con la empresa (*stakeholders*), como empleados, consumidores, proveedores y comunidades. La gobernabilidad corporativa se relaciona, en esta acepción, con el problema de quién controla las empresas y cómo se ejerce este control (Pimenta, 2002).

En realidad, el Banco Mundial enfatiza dos perspectivas: una relativa a la dimensión empresarial, antes expuesta, y otra que se refiere a la dimensión de las políticas públicas. En tal sentido, la gobernabilidad corporativa se vincula, además, con la creación de condiciones para la supervivencia y el desarrollo de las empresas, no menos que con la presión ejercida sobre éstas. El papel de las políticas públicas consiste en el esfuerzo por disciplinar a las compañías y por minimizar a la vez las diferencias entre los intereses privados y los colectivos (Babic, 2003).

En la misma obra este autor llama la atención sobre otra dimensión de la gobernabilidad corporativa, la dependencia de trayectoria (*path dependence*), que enfatiza la importancia de la trayectoria antecedente. Las condiciones históricas iniciales serían determinantes de las estructuras de gobernabilidad corporativa que prevalecen en un momento determinado. Por tanto, no se puede dejar de considerar la historia de un país y sus tradiciones legales, políticas y sociales al analizar el tema. Al resaltar esta problemática, se pretende llamar la atención sobre las dificultades de alterar rápida y drásticamente los patrones de gobernabilidad corporativa imperantes en un país y una región.

Sobre la base de lo anteriormente expuesto, la gobernabilidad corporativa comprendería los siguientes aspectos. Desde un punto de vista más general, incluye los medios en virtud de los cuales se busca asegurar el retorno de la inversión a los pro-

veedores de recursos para las empresas. Con respecto a su alcance, abarca tanto temas empresariales (estructura de propiedad y prácticas de gobernabilidad corporativa) cuanto de políticas públicas. Desde un punto de vista metodológico, aunque no deja de lado temas particulares, como la operación de los consejos de administración, los explora a partir de una visión más amplia que pone énfasis en el problema relativo a quién controla a las empresas y cómo ejerce este control. Es preciso, por lo demás, destacar los límites que impone la dependencia de trayectoria en la estructura de gobernabilidad corporativa.

### **3. Importancia de la gobernabilidad corporativa y su relación con el desarrollo económico**

#### *3.1 La creciente relevancia de la gobernabilidad corporativa*

Al menos seis factores han aumentado la relevancia del tema de la gobernabilidad corporativa: a) las privatizaciones promovidas a lo largo de las dos últimas décadas; b) la reforma de los fondos de pensiones y el crecimiento del ahorro privado; c) las ofertas públicas de adquisición (*take-overs*) de la década de 1980; d) la desregulación y la mayor integración de los mercados de capitales; e) la crisis asiática de 1998, que incrementó la preocupación sobre la gobernabilidad corporativa en países menos desarrollados, y f) los recientes escándalos y fracasos empresariales en Estados Unidos (Becht, Bolton y Röell, 2002).

Las privatizaciones fueron importantes para la gobernabilidad corporativa, ya que significaron un cambio en la estructura patrimonial y dispararon las dudas acerca de cómo las nuevas empresas serían controladas y financiadas. En países que privatizaron sus empresas mediante oferta pública de acciones (OPA), se dio atención especial a la protección de los accionistas minoritarios y se acrecentó la importancia de los inversionistas institucionales, incluyendo los fondos de pensiones. Estos inversionistas han aumentado su poder e influencia sobre la gobernabilidad de las empresas (Becht, Bolton y Röell, 2002).

Oman (2001) observa un aumento significativo de las inversiones de portafolio de países desarrollados (particularmente Estados Unidos y Reino Unido) en países en desarrollo. En términos de valores, pasaron de niveles insignificantes hasta mediados de la década de 1980 –un promedio anual de 2,7 mil millones de dólares entre 1989 y 1990– a unos 48 mil millones de dólares en 2000. Las inversiones de portafolio tienden a presionar a las empresas (ubicadas principalmente en países en desarrollo) para que adopten procedimientos similares a los que se aceptan en los países de origen de dichas inversiones, algo que favorece la convergencia de las prácticas de gobernabilidad corporativa.

La oleada de ofertas públicas de adquisición hostiles en Estados Unidos (en la década de 1980) y en Europa (en la de 1990), así como las fusiones recientes, generaron igualmente un debate público sobre la gobernabilidad corporativa. Según Oman (2001), en Europa se ha incrementado el interés por el tema como producto de la profundización de la integración regional y del incremento del número de fusiones y

adquisiciones transfronterizas. La presión del mercado de capitales sobre la administración de las empresas, que era mucho más fuerte en países como Estados Unidos y Reino Unido, comenzó a extenderse a otras regiones. La presión sobre los gerentes por caídas de la cotización de las acciones puede concretarse en una oferta pública de adquisición hostil y, como consecuencia, en la sustitución de la alta administración. Estas operaciones materializan el “mercado de control corporativo” y son un mecanismo externo de la gobernabilidad corporativa.

Un cuarto factor señalado por Becht, Bolton y Röell (2002) es la creciente relevancia de la gobernabilidad corporativa en el proceso de desregulación y de integración de los mercados de capitales. Los autores muestran que varias empresas europeas han conseguido captar recursos financieros de diferentes fuentes al pasar a ser cotizadas en diversas bolsas de valores. Muchas empresas aumentaron su demanda de financiamiento, ya con vistas a la expansión de inversiones necesarias por la aceleración del progreso técnico y la mayor interconexión de los mercados, ya por efecto del agotamiento del esquema de acceso a fondos del Estado mediante préstamos o subsidios (Oman, 2001).

La crisis asiática de 1998 puso de relieve la falta de efectividad de los mecanismos de protección de inversiones en países en desarrollo. Si esto se suma al problema de contagio financiero, puede observarse que no es por casualidad que en países como Rusia y Brasil las reformas a la gobernabilidad corporativa se convirtieran en una prioridad para la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos (OCDE) y el Banco Mundial (Becht, Bolton y Röell, 2002).

La serie de escándalos financieros de empresas estadounidenses fue otro factor que estimuló el debate sobre la gobernabilidad corporativa. Aunque probablemente el caso más famoso fue el de Enron, otros casos de fraude, de transacciones realizadas sobre la base de información privilegiada (*insider trading*), de transacciones irregulares entre empresas, de préstamos a determinados accionistas, debilitaron la confianza en la transparencia y la precisión de los procedimientos contables y en los procesos de auditoría. Según Naughton (2002), los escándalos fueron un elemento que acrecentó el interés de los medios de comunicación por la propiedad, el control y el monitoreo de la gerencia de las grandes empresas.

### 3.2 *Gobernabilidad corporativa y desarrollo*

La gobernabilidad corporativa puede impulsar el desarrollo de un país mediante dos mecanismos (Babic, 2003). El primero está directamente asociado al financiamiento y la inversión. La capacidad de atraer nuevos accionistas y aumentar el endeudamiento está vinculada a la estructura de propiedad y a las prácticas de gobernabilidad corporativa. En países en desarrollo, la fragilidad del mercado financiero y la escasez de fuentes de recursos para inversiones con largos períodos de maduración constituyen importantes obstáculos al crecimiento. Para López-de-Silanes (2000), las buenas prácticas de gobernabilidad corporativa influyen sobre la economía real merced a sus efectos en el mercado financiero. La mayor protección a los accionistas atrae nuevos inversionistas y el desarrollo financiero acelera el crecimiento económico por medio

de incremento del ahorro, acumulación de capital y mejor colocación de éste en usos más productivos. Por su parte, una protección más efectiva de los acreedores también estimula una oferta mayor de líneas de financiamiento.

Un segundo grupo de consideraciones está relacionado con los efectos de la gobernabilidad corporativa sobre la eficiencia del sistema económico. Mayor presión para disciplinar y controlar a los gerentes podría generar mecanismos que llevaran a una asignación de recursos más eficiente. Según Isaksson y Lubrano (2003) la gobernabilidad corporativa contribuye a mejorar la competitividad, ya que un esquema de equilibrio de poderes en las empresas puede mejorar su pensamiento estratégico, incorporando nuevas perspectivas y visiones de la realidad. Además, las compañías difícilmente pueden operar con éxito sin instituciones y reglas de gobernabilidad adecuadas.

Oman (2001) estima que la gobernabilidad corporativa es importante para: a) estimular el aumento de la productividad (búsqueda de eficiencia productiva); b) reducir las relaciones de clientela entre el gobierno y las grandes empresas (reduciendo el espacio para las estrategias del tipo “captación de rentas”); c) complementar y reforzar tanto los mecanismos de competencia en los mercados como las instituciones político-democráticas, y d) favorecer la disponibilidad de recursos financieros a costos menores para que las empresas lleven a cabo sus inversiones. Los primeros tres factores presionan a las empresas para que busquen mayor eficiencia productiva y en la asignación de recursos. El último se refiere al tipo, volumen y condiciones de financiamiento para inversiones. En suma, por su impacto sobre el financiamiento y la búsqueda de mayor eficiencia, la gobernabilidad corporativa puede favorecer el desarrollo de un país.

#### **4. Principales temas de la gobernabilidad corporativa**

En esta sección se discuten aspectos centrales del tema en tres dimensiones: estructura de propiedad, prácticas y políticas públicas; previamente se señalan los principales mecanismos y conflictos relacionados con la gobernabilidad corporativa.

##### *4.1 Mecanismos de gobernabilidad corporativa*

Los sistemas de gobernabilidad corporativa varían según el tipo de mecanismos que los accionistas utilizan para influir sobre los gerentes. Genéricamente pueden ser externos o internos, mas no necesariamente son independientes. Los mecanismos externos se resumen básicamente en el mercado de control corporativo (Hitt, Ireland y Hoskisson, 2001). En el caso de que una empresa no presente resultados satisfactorios, los precios de sus acciones tienden a bajar, y, si la propiedad de esas acciones está dispersa, corre el riesgo de experimentar una oferta pública de adquisición hostil. Ese mecanismo es más efectivo en los países que siguen el modelo anglosajón de gobernabilidad corporativa. Otros factores externos a la empresa, como la competencia del mercado y la regulación gubernamental, también ejercen presión sobre los gerentes en la dirección de las empresas.

Los mecanismos internos se refieren a los procedimientos que permiten un mayor control de los gerentes por los accionistas. Hitt, Ireland y Hoskisson (2001) enumeran cuatro factores en esta categoría:

- a. *Propiedad concentrada.* A diferencia de casos de propiedad fragmentada, en los que los accionistas tienen poco poder individual frente a los gerentes, cuando hay concentración de la propiedad los accionistas inciden más directamente sobre los objetivos perseguidos por la administración.
- b. *Consejo de administración.* Los consejeros son electos para representar los intereses de los accionistas por medio del monitoreo de las decisiones estratégicas de la alta gerencia.
- c. *Remuneración de los gerentes.* Mediante bonos, beneficios y estímulos de largo plazo se busca conciliar los intereses de los accionistas y de los gerentes.
- d. *Estructura multidivisional.* Una organización interna de la empresa en divisiones permite monitorear más fácilmente las decisiones estratégicas de los gerentes.

Becht, Bolton y Röell (2002) agregan un quinto mecanismo interno: la definición clara de las responsabilidades de la alta administración y de las prerrogativas de los accionistas para bloquear las decisiones corporativas contrarias a sus intereses u obtener compensaciones por decisiones pasadas que los hubiesen perjudicado.

#### 4.2 Conflictos de agencia y de expropiación

La gobernabilidad corporativa involucra a las instituciones y reglas que influyen en la distribución de los retornos esperados entre los participantes en el financiamiento y la operación de una firma. Los problemas de gobernabilidad corporativa surgen cuando un inversionista externo busca controlar una empresa de modo diferente a como lo hace el gerente. Los conflictos pueden ser de dos tipos, de agencia o de expropiación, lo cual depende de la estructura patrimonial predominante en cada país.

En Estados Unidos y Reino Unido, la estructura patrimonial de las grandes empresas es predominantemente dispersa. Es la noción básica de corporación, o sea, una empresa grande organizada bajo la forma de sociedad anónima, con gran dispersión de la propiedad de las acciones y separación entre propiedad y gestión. Corresponde al paradigma del clásico trabajo de Berle y Means (1932). En una estructura accionaria dispersa, no obstante, ningún accionista individual tiene incentivos para ejercer el control sobre quienes se encuentran a cargo de la firma, dados los costos que en el ámbito individual implica tal acción (problema de bien público). Desde esta perspectiva, el principal conflicto a resolver es la alineación de los intereses de los administradores con los de la firma.

Establecida la separación entre propiedad y gestión, el conflicto primordial que se plantea es el de agencia. Según Siffert F. (1999), éste se refiere a las relaciones bilaterales entre un individuo (principal) y otro (agente), en las que se dan tres condiciones:

a) el agente puede adoptar varios comportamientos posibles: el gerente controla los activos y puede emplearlos de distintas formas; b) la acción del agente (administrador) no sólo afecta su propio bienestar (estabilidad profesional y crecimiento de la empresa) sino también el del principal (accionistas) por medio de la valorización de las acciones y de los dividendos, y c) las acciones del agente difícilmente son observables por el principal, existiendo asimetría de información.

Los objetivos de los gerentes pueden ser divergentes de los intereses de los accionistas por diferentes razones, entre las que destaca la diversificación y el crecimiento de la empresa (Shleifer y Vishny, 1996). En Estados Unidos se buscó resolver el conflicto de agencia mediante cambios en los sistemas de remuneración de los ejecutivos, con creciente difusión de las opciones de compra de acciones. Con ese mecanismo se busca una mejor alineación entre los intereses de la alta administración y los de los accionistas. Sin embargo, en los mismos Estados Unidos varios gerentes ganaron millones de dólares mediante el ejercicio de opciones poco antes de la quiebra de sus empresas. Los escándalos corporativos de 2001 (Enron, WorldCom y otros) exhibieron a unos gerentes generales (CEO) de esas compañías que gozaban de grandes aliados, y con ello mostraron igualmente las fallas de esos sistemas de incentivos. El Banco Mundial, en diversos documentos, menciona la necesidad de tomar en consideración el debate internacional acerca del uso (y abuso) de las opciones de acciones.

En La Porta y otros (1999) se sostiene que la “estructura patrimonial dispersa es un mito”. Analizando las 10 mayores empresas no financieras y de control privado en 49 países, comprueba que 45% de las acciones están en poder de los tres mayores accionistas. Luego, la forma predominante de estructura de propiedad accionaria es la concentrada: unos pocos accionistas poseen gran parte de las acciones y, por consiguiente, tienen un poder sustancial sobre los ejecutivos

En la mayoría de los casos de propiedad concentrada no existe, por lo demás, separación entre propiedad y gestión. Este es el patrón predominante observado en las economías latinoamericanas, en las que las grandes empresas de capital nacional están casi siempre controladas por familias. Cuando el accionista es suficientemente importante como para influir directamente en el control de la empresa, también posee incentivos para disminuir el retorno de los inversionistas minoritarios (Valadares, 2002). De esta forma los accionistas mayoritarios pueden perseguir sus propios intereses (proyectos no lucrativos o subóptimos) en perjuicio de los restantes, generando un nuevo problema de bien público. En América Latina el conflicto típico de gobernabilidad corporativa no se da entre accionistas y gerentes, sino entre accionistas mayoritarios (que también pueden ejercer funciones de dirección) y accionistas minoritarios. Este problema es llamado “conflicto de expropiación” (Oman, 2001), el cual afecta negativamente el mercado de capitales, al dificultar la captación de recursos de potenciales accionistas minoritarios.

Para la expropiación de los accionistas minoritarios se utilizan diversos instrumentos: a) precios de transferencia (sobre o subfacturación a empresas relacionadas); b) transferencias de activos a precios inferiores a los de mercado; c) bajos precios en la recompra de acciones; d) persecución de proyectos que no maximizan ganancias, y e) alta remuneración de los ejecutivos propietarios.

### 4.3 Estructura patrimonial, prácticas empresariales de gobernabilidad corporativa y políticas públicas

Los temas de la gobernabilidad corporativa se pueden clasificar según tres dimensiones que se describen a continuación: estructura patrimonial, prácticas de gobernabilidad corporativa y políticas públicas (véase el cuadro III.1).

La estructura de propiedad implica un grado de dispersión o concentración de la propiedad de las acciones. Bases accionarias dispersas tienden a combinarse con una separación clara entre propiedad y gestión. Por el contrario, bases accionarias concentradas se asocian a una superposición entre propiedad y administración.

La estructura patrimonial concentrada se vincula con los mecanismos mediante los cuales los derechos de voto de los accionistas mayoritarios difieren de los derechos de flujo de caja. Por ejemplo, un accionista con apenas 10% de las acciones puede controlar la gestión de la empresa mediante distintas clases de acciones, estructuras piramidales o participación cruzada de acciones.

La posibilidad de emisión de dos tipos de acciones (uno con derecho a voto, otro sin este derecho) refuerza el control de los grandes accionistas, los que concentran sus inversiones en acciones con derecho a voto. Para captar recursos en el mercado de capitales destinados al crecimiento de la compañía un gran accionista puede vender acciones sin derecho a voto, sin perder el control de la empresa, pese a reducir su participación en el capital.

Otro mecanismo utilizado es la estructura de pirámide, en la cual el accionista posee acciones en un *holding* que a su vez controla acciones de otros *holdings* o de una compañía. Para ser considerada una pirámide, la firma debe tener un controlador fi-

**Cuadro III.1**  
PRINCIPALES TEMAS DE LA GOVERNABILIDAD CORPORATIVA

Dimensiones	Temas
Estructura de propiedad	Tipo predominante de control accionario (disperso o concentrado). Separación o superposición de propiedad y gestión. Clases de acciones, pirámides y participación accionaria cruzada. Papel de los inversionistas institucionales.
Prácticas de gobernabilidad corporativa	Consejo de administración: composición, actuación y procesos. Transparencia e integridad de la información. Códigos voluntarios de buenas prácticas de gobernabilidad.
Políticas públicas	Legislación y aparato legal que proteja los derechos de los accionistas minoritarios y de los acreedores. Actuación de los órganos de control del mercado de capitales.

Fuente: Elaboración propia.

nal y por lo menos una empresa que cotiza en bolsa entre ella y el controlador final. La utilización de un esquema de tipo piramidal permite, mediante la posesión de una cantidad mínima de acciones preferenciales, el control corporativo de las firmas involucradas. Este esquema está bastante extendido tanto en países desarrollados como en desarrollo.

Un tercer mecanismo se refiere a la participación accionaria cruzada, o sea, la situación en que una empresa A posee acciones de una empresa B y viceversa, lo cual puede garantizar un mayor control del accionista que tiene una posición dominante en alguna de esas empresas. En la práctica, este tipo de estructura es frecuente en muchos países del sureste asiático.

Se debe mencionar además la creciente influencia de los inversionistas institucionales en la condición de propietarios de acciones. Se incluyen en esa categoría los fondos de pensiones, los fondos mutuos, los fondos de empleados y las compañías de seguros. En Estados Unidos los inversionistas institucionales poseen, en promedio, 59% de las acciones de las mil mayores empresas del país (Hitt, Ireland y Hoskisson, 2001). Al disponer de grandes recursos, pueden ejercer un papel de control mayor sobre la gestión de la empresa (en el caso de una estructura patrimonial más difusa) o sobre los accionistas controladores (en el caso de una estructura patrimonial más concentrada), incluso a veces en beneficio de otros accionistas.

Las prácticas de gobernabilidad corporativa dan prioridad a tres temas: el consejo de administración, los códigos de buenas prácticas y la transparencia e integridad de la información.

El consejo de administración es una institución destinada a mejorar el control sobre la gerencia de la firma. Entre sus funciones destacan la selección del gerente general, el monitoreo de la gerencia, la decisión sobre aspectos estratégicos de la firma, la supervisión de los aspectos relacionados con la responsabilidad social corporativa y la complacencia con la ley. La estructura y las funciones del consejo de administración están influidas por la estructura de propiedad. Dutra y Saito (2001) señalan que en Estados Unidos la mayor preocupación es tener consejos con mayoría de miembros independientes de la administración (consejeros externos). Esta preocupación, vinculada al tipo de conflicto predominante (de agencia), es resultado de la divergencia de intereses entre gerentes y accionistas. En caso de que el consejo de administración esté constituido predominantemente por ejecutivos, su libertad para controlar efectivamente la gestión de la compañía estaría comprometida. En países con una estructura de propiedad accionaria concentrada, como la mayoría de los latinoamericanos, la independencia del consejo de administración resultaría restringida por la mayor o menor influencia de los accionistas controladores sobre sus miembros.

La actuación del consejo puede ser efectiva o meramente protocolar, lo que dependerá mucho de su composición. Otra dimensión a tener en cuenta es la formalidad o informalidad de los procedimientos del consejo mediante la creación de comités específicos (auditoría y remuneración de la alta gerencia, por ejemplo).

En muchos casos un mejor tratamiento de los accionistas minoritarios y el aumento de la transparencia en las decisiones son el resultado de presiones de inversionistas internacionales orientadas al mejoramiento de las prácticas de gobernabilidad corpo-

rativa. Como destacan Aguilera y Cuervo-Cazurra (2004), los llamados códigos de buenas prácticas de gobernabilidad corporativa se desarrollan como una respuesta a una combinación de presiones exógenas (legitimación) y endógenas (eficiencia). Según los autores, para una muestra de 49 países, resulta más probable que los códigos de gobernabilidad corporativa se hagan presentes en países con deficiencias en protección de los derechos de los accionistas. Pese a los mecanismos de inducción, empero, las “buenas prácticas” continúan siendo en muchos casos voluntarias.

Un tercer tipo de prácticas de gobernabilidad corporativa se relaciona con la transparencia e incluye la rapidez en la divulgación de decisiones importantes tomadas por la alta administración, la claridad en la relación con las empresas relacionadas (controladas y coligadas), la utilización de patrones contables confiables y la suficiencia e integridad de los estados financieros. Se destaca la importancia de facilitar el acceso a la información, frecuentemente por medio de un departamento que se relaciona con los inversionistas, y la utilización de procesos no fraudulentos, lo que incide al final en la reputación de la empresa. Después de los escándalos financieros en Estados Unidos los temas relacionados con la transparencia han cobrado significativa relevancia.

Las políticas públicas representan una tercera y última dimensión de la gobernabilidad corporativa. El propio término, por lo demás, deriva de una analogía entre el gobierno de las ciudades, Estados y naciones y el de las corporaciones (Becht, Bolton y Röell, 2002). La correspondencia resulta más nítida si se observa que las personas son electas para un consejo de administración con el objeto de resguardar los intereses de los accionistas. Oman (2001) comenta que lo esencial es que las buenas prácticas de gobernabilidad corporativa requieren de una buena gobernabilidad política y viceversa, en tanto que el desarrollo económico depende de ambas.

Las políticas públicas presentan fuertes vínculos con las dos dimensiones analizadas anteriormente. Un ejemplo es la nueva ley promulgada por el Congreso de Estados Unidos para mejorar las prácticas de gobernabilidad corporativa en ese país, en una reacción ante los recientes escándalos financieros. La ley Sarbanes-Oxley es considerada la más profunda y amplia legislación relativa al mercado de capitales de Estados Unidos desde la reforma realizada después del colapso de las bolsas de valores en 1929. Promulgada en julio de 2002, dicha ley determina que el gerente general y los gerentes de finanzas (CFO) de todas las compañías listadas en las bolsas de valores del país deben firmar certificaciones que garantizan su conocimiento y verificación de los números de los estados financieros. Esa firma refuerza la responsabilidad personal del administrador y asegura que no podrá evitar las consecuencias legales en caso de fraude. Las sanciones que prevé la ley son multas que van de uno a cinco millones de dólares y penas de 10 a 20 años de prisión. La ley garantiza más autonomía a las empresas de auditoría, pero en caso de fraude los auditores pueden perder el registro profesional o ser detenidos (Salomão, 2003). El recuadro III.1 muestra las principales disposiciones de la ley Sarbanes-Oxley.

La descripción de las políticas públicas puede resultar compleja al involucrar temas muy amplios, pero hay dos aspectos que deben destacarse. El primero es el respeto al aparato legal orientado a la protección de los accionistas minoritarios y los

acreedores, al cual los gobiernos otorgan una importancia creciente, como puede observarse en la ley Sarbanes-Oxley. El segundo es la fiscalización por el Estado de la conducta de las empresas, principalmente mediante órganos encargados de controlar el mercado de capitales.

### Recuadro III.1

#### LEY SARBANES-OXLEY, 2002

La Ley contempla:

- Creación de un comité de auditoría, compuesto exclusivamente por miembros independientes del consejo de administración, destinado a dar seguimiento a la actuación de los auditores y a los datos contables de la compañía.
- Control del trabajo de los auditores independientes.
- Especificación de las responsabilidades de los abogados.
- Prohibición de prestación de servicios de auditoría y consultoría por una misma empresa.
- Certificación del gerente general y del gerente de finanzas respecto de la suficiencia y confiabilidad de la información contenida en los informes de administración y en los reportes financieros periódicos.
- Prohibición de la negociación de acciones por parte de directores y consejeros (*insider trading*) durante el período de suspensión de las negociaciones impuesto a la compañía.
- Obligatoriedad de divulgar en tiempo real, reduciendo el plazo para que un *insider* comunique cualquier negociación que involucre acciones de la compañía.
- Prohibición de préstamos a administradores.
- Aprobación por parte de los accionistas de los planes de opciones de compra de acciones.
- Establecimiento de un código ético por parte de las empresas.
- Necesidad de indicar por parte de la empresa si ha habido o no cambios significativos en los controles internos.
- Especificación de multas o penas de cárcel en los casos de destrucción, alteración o falsificación de documentos.
- Protección a empleados que denuncien violaciones de leyes o reglamentos.

Fuente: Veirano Advogados. "As mudanças nas responsabilidades dos administradores com o novo Código Civil e com a lei Sarbanes-Oxley", São Paulo, 2003; A. Andrade y J. P. Rossetti, *Governança Corporativa: fundamentos, desenvolvimento e tendências*, São Paulo, Atlas, 2004.

## 5. Patrones nacionales y convergencia de gobernabilidad corporativa

La estructura de gobernabilidad corporativa que presenta un país tiene características que dependen del pasado (dependencia de trayectoria). Por tanto, la trayectoria histórica es decisiva para entender cada situación específica. Los sistemas de gobernabilidad corporativa fueron desarrollados sobre la base de particularidades culturales, económicas e históricas (Oliveira, 2000). En esta sección se presentan las características principales de cuatro modelos nacionales (anglosajón, alemán, japonés e italiano) con el objeto de estudiar cómo en ellos se aborda el tema de la convergencia de los patrones de gobernabilidad corporativa.

### 5.1 Patrones nacionales

El modelo de gobernabilidad corporativa en Estados Unidos y el Reino Unido se funda en una estructura de propiedad diluida que acusa poca participación accionaria cruzada. A consecuencia de la dispersión de la propiedad de las acciones hay separación entre propiedad y gestión de las empresas, lo que da lugar a conflictos de agencia. Predomina en este sistema una intensa negociación de las acciones y la restricción del control de las mismas por un único accionista (Vieira, 2001). Este tipo de configuración requiere que los accionistas cuenten con leyes de protección consistentes que contribuyan a una frecuente negociación del control de las empresas en un mercado que tiene gran liquidez (Rabelo, 1998).

El modelo anglosajón se caracteriza por ser un sistema de control externo (*véase* el cuadro III.2). La posibilidad de una oferta pública de adquisición hostil, por tanto, ejerce presión externa sobre el desempeño de los administradores. La forma prioritaria de apalancamiento de las compañías es mediante capital accionario, ya que el sistema bancario no mantiene relaciones de largo plazo con las firmas y no actúa en el mercado de capitales, el cual constituye el *locus* básico de apalancamiento de las empresas (Vieira, 2001).

Aunque este modelo haya sido el más estudiado, tal vez por efecto de la importancia económica de Estados Unidos, se encuentra poco difundido a escala mundial. El Reino Unido y Australia son dos de los pocos países que presentan un modelo similar en términos de la estructura de propiedad, la existencia de un mercado activo de control corporativo y, al menos teóricamente, una composición bien estructurada del consejo de administración. En el Reino Unido los inversionistas institucionales –entre los que se destacan las aseguradoras– tienen aun más fuerza que en Estados Unidos: sus participaciones en las compañías son mayores y la regulación permite su intervención directa en las empresas (Andrade y Rossetti, 2004). En Australia, el elemento más importante en relación con la estructura patrimonial lo constituyen igualmente los inversionistas institucionales, en particular, las instituciones financieras (Naughton, 2002). Con todo, no están integradas en el sector productivo tan intensamente como en Alemania y Japón.

**Cuadro III.2**  
**CARACTERÍSTICAS DE LOS SISTEMAS NACIONALES DE**  
**GOBERNABILIDAD CORPORATIVA**

<b>Sistema</b>	<b>Anglosajón</b>	<b>Alemán</b>	<b>Japonés</b>	<b>Italiano</b>
Tipo de sistema	Control externo	Control interno	Control interno	Control interno
Forma de apalancamiento de recursos	Capital accionario	Débito	Débito	Débito
Foco de la gobernabilidad	Mercado de capitales	Corporaciones	Red de transacciones	Familia
Control accionario	Disperso	Concentrado (bancos)	Concentrado ( <i>keiretsu</i> )	Concentrado (familia)
Propiedad y gestión	Separación	Superposición	Superposición	Superposición
Separación entre derecho de voto y derecho a flujo de caja	Baja	Muy frecuente (participación accionaria cruzada)	Muy frecuente (participación accionaria cruzada)	Muy frecuente (pirámides y clases distintas de acciones)
Conflicto típico	Agencia	Expropiación	Expropiación	Expropiación
Liquidez del mercado de capitales	Alta	Baja	Baja	Baja
Frecuencia de la negociación de los derechos de propiedad y control	Alta	Baja	Baja	Baja
Leyes de protección para los accionistas minoritarios	Fuertes	Débiles	Débiles	Débiles

*Fuente:* C. Oliveira, "Avaliação das boas práticas de governança corporativa no Brasil", Rio de Janeiro, *Cadernos Discentes Coppead*, N° 3, pp. 18-31, 2000; E. R. Vieira, "Análise da Forma de Atuação dos Fundos de Pensão Brasileiros: Condicionantes Estruturais", Uberlândia, Instituto de Economia, Universidade Federal de Uberlândia (dissertação de mestrado), 2001; A. Naughton, *Corporate Governance: an International Perspective*, Southcoast, Griffith University, 2002; A. C. Pimenta, "Corporate Governance", Washington D.C., School of Business and Public Management (Minerva Papers), 2002; A. Aganin y P. Volpin, "History of Corporate Ownership in Italy", Bruselas, European Corporate Governance Institute (Finance Working Paper, 17/2003), 2003. (Con adaptaciones).

En Alemania la estructura patrimonial es más concentrada que en Estados Unidos y el Reino Unido. De acuerdo con López-de-Silanes (2000, 2002) la participación de los tres mayores accionistas en las 10 mayores empresas no financieras de capital privado en Alemania era de 50%, contra 15% en Reino Unido y 12% en Estados Unidos. El modelo alemán, por tanto, está basado en el control interno, es decir, en la presión ejercida por los bancos sobre los gerentes. De hecho, el sector bancario no sólo actúa como fuente de capital, sino que también participa en el control de la firma. Los bancos tienen presencia en el consejo de administración de las empresas por efecto de su propiedad de acciones o por su condición de representantes de otros accionistas (Pimenta, 2002). Por medio de este último mecanismo pueden controlar una empresa sin tener acciones en ella. En esta situación actúan más como acreedores que como representantes de los accionistas. La principal forma de apalancamiento de recursos es mediante el crédito bancario de largo plazo, lo que establece una relación duradera entre las empresas y las instituciones financieras.

El poder de los bancos en el modelo alemán de gobernabilidad corporativa hace que los accionistas privados rara vez tengan participaciones relevantes en las empresas. Otros inversionistas institucionales, como fondos de pensiones o aseguradoras, igualmente asumen un papel secundario en la propiedad accionaria (Hitt, Ireland y Hoskisson, 2001). En términos de gobernabilidad corporativa el conflicto básico que se identifica es del tipo de expropiación, aunque los agentes en conflicto son los acreedores (bancos) y los otros accionistas. Por efecto del poder de los grandes accionistas en los sistemas de control interno, se dispone de una cantidad relativamente pequeña de acciones para la negociación en el mercado de capitales, lo que limita la liquidez (Vieira, 2001). Otra consecuencia del poder de los grandes accionistas, por lo demás, es la debilidad de la legislación que protege a los accionistas minoritarios. En comparación con el modelo anglosajón que está focalizado principalmente en los intereses de los accionistas, la gobernabilidad corporativa es entendida en un sentido más amplio, ya que busca un mayor equilibrio de intereses entre accionistas, acreedores, empleados y otras partes interesadas (Andrade y Rossetti, 2004).

El modelo japonés presenta mayor similitud con el modelo alemán que con el anglosajón. Las semejanzas con Alemania están en la concentración de la propiedad, la baja liquidez del mercado de capitales, la poca importancia del mercado de control corporativo, las débiles leyes de protección a los accionistas minoritarios y la mayor amplitud del modelo de gobernabilidad corporativa. En suma, los modelos alemán y japonés se basan en sistemas de control interno, en los que la principal forma de apalancar recursos es el crédito bancario.

Tal como es el caso en Alemania, los bancos en Japón cumplen un importante papel en el financiamiento y en el monitoreo de las grandes empresas. A fines de 2003 las instituciones financieras (principalmente bancos y aseguradoras) controlaban 37,8% del valor de capitalización de las compañías listadas en la Bolsa de Valores de Tokio (Andrade y Rossetti, 2004). El banco que posee la mayor participación accionaria y es el principal acreedor mantiene una estrecha relación con la alta administración de la empresa. En muchos casos, las relaciones con los bancos se dan dentro de los grandes conglomerados japoneses denominados *keiretsu* (Hitt, Ireland y Hoskis-

son, 2001), los cuales constituyen grupos económicos de tipo asociativo, a diferencia de los que predominan en Italia y en América Latina, que son de tipo jerárquico.

A pesar de las semejanzas con el esquema alemán, el modelo japonés de gobernabilidad corporativa exhibe importantes peculiaridades. Según Oliveira (2000), en Japón la parte interesada principal no sería el accionista o el grupo controlador: la red de negocios tendría una extensión mayor. Las participaciones accionarias cruzadas son una táctica defensiva contra el oportunismo de los agentes y las ofertas públicas de adquisición, al mismo tiempo que preservan las relaciones de largo plazo. Es muy frecuente también la existencia de consejos de administración interrelacionados. Naughton (2002) destaca que las empresas cotizadas en bolsa poseen extensas interrelaciones patrimoniales con bancos, aseguradoras, proveedores, clientes y firmas afiliadas. Esas participaciones accionarias cruzadas se mantienen a largo plazo y sólo se deshacen en casos extremos. Tomando Asia en conjunto, puede observarse que pirámides y participaciones accionarias cruzadas son muy comunes, aunque en contraste el uso de clases distintas de acciones resulta limitado.

El modelo italiano de gobernabilidad corporativa es el que presenta mayores similitudes con la situación predominante en América Latina. La industrialización italiana después de la Segunda Guerra Mundial también fue liderada en gran medida por empresas estatales que, en su mayoría, fueron privatizadas a lo largo de los últimos 20 años. El grado de concentración también es relativamente elevado. Se estima que en Italia 95% de las 500 mayores empresas no financieras tienen un accionista con más de 50% del capital con derecho a voto. La participación de los tres mayores accionistas en las 10 mayores empresas no financieras de control privado es del orden de 60%.

Aganin y Volpin (2003) señalan algunas características centrales del modelo italiano de gobernabilidad corporativa: a) la propiedad accionaria está bastante concentrada en manos de grupos familiares; b) es frecuente la utilización de pirámides; c) la legislación relativa a la protección de los accionistas minoritarios resulta débil; d) los beneficios privados de control son altos y los accionistas minoritarios son usualmente expropiados; y e) el mercado de capitales está poco desarrollado. Según Battagion y Tajoli (2000) el número de empresas listadas en bolsas de valores en Italia era equivalente al 11% del observado en el Reino Unido.

El modelo italiano es del tipo de control interno. A diferencia del modelo alemán, los bancos prácticamente no tienen participación accionaria en empresas no financieras, lo que ocasiona algunos problemas al dificultar las relaciones de débito de largo plazo o el desarrollo del capital de riesgo (Rabelo, 1998). Por otra parte, la participación de otros inversionistas institucionales, como fondos de pensiones y fondos mutuos, no parece relevante (Battagion y Tajoli, 2000).

En las empresas transadas en la Bolsa de valores de Milán la participación promedio del mayor accionista en el total de acciones con derecho a voto era de 45% en 1947, 55% en 1987 y 48% en 2000 (Aganin y Volpin, 2003). A pesar de los cambios, se mantiene la alta concentración patrimonial. Esta característica resulta aun más acentuada si se considera el uso de pirámides. En función de éstas, la fracción de los derechos de control en poder del mayor accionista, considerando el total de los votos con-

trolados directa e indirectamente, era de 49% en 1947, 60% en 1987 y 58% en 2000. Por tanto, entre 1947 y 1987 la separación entre los derechos de voto y los derechos de flujo de caja aumentó. En 1974 la legislación permitió la emisión de acciones sin derecho a voto.

## 5.2 *Convergencia de los patrones de gobernabilidad corporativa*

Pimenta (2002) afirma que la visión convencional actual es que existen importantes presiones para que los sistemas de gobernabilidad corporativa de Alemania y Japón se aproximen al modelo anglosajón. Esta tendencia puede extenderse prácticamente a todos los países.

Existe cierta evidencia respecto de esta convergencia. En Alemania, por ejemplo, en el período 1997-2001 se observa que los niveles de concentración de la propiedad disminuyeron significativamente, las participaciones accionarias cruzadas comenzaron a eliminarse y las instituciones financieras redujeron su peso como accionistas (Wojcik, 2001, citado por Denis y McConnell, 2003). En Japón la participación de los accionistas extranjeros en el valor total de capitalización pasó de 4,7% en 1990 a 14,1% en 1999 y llegó a 18,8% en 2000. Además, se redujo el uso de participaciones accionarias cruzadas en relación con el valor de capitalización en 30,3% en 1987, 26% en 1999 y 21,8% en 2000 (Naughton, 2002).

En Italia se observa el aumento de la importancia del mercado de capitales. Varias empresas que eran cerradas, como Benetton y Campari, ahora se transan en bolsa. Diversas compañías italianas están simplificando su estructura patrimonial mediante la eliminación de *holdings* que ocupaban posiciones intermediarias en las pirámides (Aganin y Volpin, 2003).

Existen dos factores principales que motivan cambios en los modelos de gobernabilidad corporativa. El primero es la integración económica. En el caso italiano, un factor decisivo para los cambios en la legislación fue el esfuerzo de la Comunidad Europea (CE) por armonizar procedimientos entre países. En función de esto, en 1991 la CE exigió la publicación de balances consolidados para grupos económicos, y una nueva ley de adquisiciones fue promulgada en 1992 (Aganin y Volpin, 2003).

El segundo factor, quizá más importante, es la relevancia económica de los inversionistas institucionales localizados en países que aplican el modelo anglosajón. El gran crecimiento de las inversiones extranjeras de portafolio, aun en países en desarrollo, representa un estímulo para los cambios en las prácticas de gobernabilidad corporativa. En esta misma dirección, muchas grandes empresas que buscaban reducir los costos de capital, pasaron a ser negociadas en el mercado estadounidense de capitales. Esto implicó publicar balances patrimoniales basados en el sistema contable de Estados Unidos. Más aún, obligó al cumplimiento de la legislación relativa al mercado de capitales, incluida la ley Sarbanes-Oxley.

Es necesario diferenciar convergencia legal de convergencia funcional, como originalmente propuso Coffee (López-de-Silanes, 2002). La primera se refiere a los cambios en las leyes y en los mecanismos de cumplimiento de éstas en dirección a un patrón deseable. Para alcanzar esta convergencia legal de protección efectiva para el inver-

sionista, la mayoría de los países requiere reformas de sus aparatos legal, regulatorio y judicial. Esto se relaciona con la dimensión de las políticas públicas. Por otra parte, la convergencia funcional ocurre cuando inversionistas individuales o firmas buscan mejorar su gobernabilidad corporativa, a pesar de la falta de una estructura legal apropiada. De esta forma, varias empresas están emitiendo títulos de depósito en el mercado estadounidense (ADR) y garantizando mayor transparencia en las decisiones con el propósito de mejorar su acceso a los mercados de capitales internacionales.<sup>1</sup> La convergencia funcional se relaciona más intensamente con las prácticas de gobernabilidad corporativa.

Según Klapper y Love (2002) las empresas asentadas en países con poca protección a los inversionistas pueden mejorar sus prácticas de gobernabilidad corporativa y su evaluación por los mercados financieros. Sin embargo, por sí solas no serían capaces de replicar un buen ambiente legal. En otras palabras, las firmas podrían, por ejemplo, mejorar sólo hasta cierto punto la relación con los accionistas minoritarios, ya que esta conducta sería una solución secundaria y no sustituiría totalmente una buena infraestructura legal. Se puede argumentar que los ADR permiten a las compañías escapar parcialmente de las leyes sobre el mercado accionario de su país de origen. Todavía, en el caso de deudas, prevalece la ley del país donde se localizan los activos. Esto significa que es prácticamente imposible escapar de una legislación débil (López-de-Silanes, 2002).

## 6. Políticas públicas y gobernabilidad corporativa en América Latina

### 6.1 Protección a los accionistas minoritarios y a los acreedores

En lo que atañe a las políticas públicas el tema que merece mayor atención es la protección a los accionistas minoritarios. Considerando el conflicto de expropiación en las relaciones de gobernabilidad corporativa en los países latinoamericanos, esta cuestión se torna cada vez más relevante.

Un amplio conjunto de autores agrupados en el enfoque de *Law & Finance* ha comenzado a comparar las estructuras financieras existentes en diversos países, con el fin de evaluar la influencia del marco legal. En esta dirección, una serie de aportes de

---

<sup>1</sup> ADR son documentos emitidos por un banco ubicado en Estados Unidos para ciudadanos e instituciones estadounidenses, los cuales los convierten en accionistas no registrados de compañías constituidas en otros países. Comprar y vender ADR es más fácil para los inversionistas que transar las acciones propiamente dichas, ello por razones tributarias o con el fin de evitar los costos de conversión de monedas. En una investigación a 10 empresas brasileñas que tenían ADR, Saraiva y Zanini (2002) confirman que las principales ventajas de este instrumento fueron: a) captación de recursos de largo plazo; b) ampliación de la base accionaria; c) divulgación internacional; d) ayuda al proceso de fusiones y adquisiciones; e) aumento del prestigio de la empresa frente a los inversionistas, y f) posibilidad de conversión de los dólares captados en moneda local, permitiendo mayor margen de maniobra de la caja de la empresa.

R. La Porta, F. López-de-Silanes, A. Shleifer y R. Vishny (LLSV) trató de encontrar una característica distintiva que explique los diferentes desempeños entre países. Posteriormente, el estudio se orientó al análisis del diverso origen de la legislación vigente: derecho común (derecho no codificado o ley común, mayormente utilizado en países anglosajones) o derecho codificado (ley civil, de origen napoleónico). Aunque los sistemas legales de la mayoría de los países que siguen el esquema de código tienen su origen en el derecho napoleónico, los autores también consideran otras fuentes de derecho codificado (alemán y escandinavo).

Los países que utilizan el derecho común, según LLSV, muestran un desempeño superior en materia de gobernabilidad corporativa, observándose una mayor protección a los accionistas minoritarios, mayores pagos de dividendos, mejores rendimientos accionarios y más desarrollo del mercado de capitales. Contrariamente, en países donde la norma se basa en el derecho codificado, LLSV destacan la existencia de estándares contables débiles, mayor corrupción, menor eficiencia judicial y niveles de protección inferiores para los acreedores. Sin embargo, Kenyon (2004) asevera que numerosos estudios han documentado una correlación robusta entre la protección formal al accionista y el desarrollo del mercado de capitales, aunque la dirección de causalidad sea incierta.

López-de-Silanes (2000 y 2002) presenta de manera comparativa el derecho de los accionistas en 49 países por medio de un índice denominado de “derechos antidirector”, el que varía entre cero y seis. El sistema legal británico es el que más protege a los inversionistas (promedio 4), seguido por el escandinavo (promedio 3), en tanto que los países con aparato jurídico como el francés y el alemán serían aquellos que menor protección ofrecen a los accionistas (promedio 2,33). En América Latina la situación (promedio 2,67) es mejor de lo que muestran otros países que adoptan el sistema jurídico francés (promedio 2,08). El promedio de los países de la región es casi igual al promedio de la muestra (2,65).

Existe una gran diversidad entre los derechos de los accionistas en América Latina. El índice de “derechos antidirector” varía entre uno (México y Venezuela), tres (Brasil, Colombia y Perú), cuatro (Argentina) y hasta cinco (Chile). De Michele (2001) al discutir el caso argentino afirma que la propiedad concentrada no puede ser eficazmente contrapesada por otros elementos, como los derechos antidirector o la votación acumulativa, ya que, en la práctica y merced a las decisiones judiciales, las reglas formales no se aplican consistentemente.

Fernández y otros (2001) analizan los derechos de los accionistas minoritarios en Argentina, Brasil, Chile, México y Venezuela. Según los autores, tanto en Argentina como en los otros cuatro países todas las acciones comunes (u ordinarias) deben tener un voto. Sin embargo, en Argentina, la ley permite la emisión de distintas clases de acciones, con hasta cinco votos por acción, lo que no es posible verificar en los otros países considerados. Además, se pueden emitir acciones sin derecho a dividendos preferenciales y sin derecho a voto. Otro aspecto importante es la capacidad de los accionistas minoritarios para elegir consejeros independientes. En Bolivia los accionistas con más de 25% de las acciones tienen el derecho de elegir un consejero si

el consejo de administración está compuesto al menos por tres miembros. En Venezuela no se concede ningún derecho a los accionistas minoritarios para designar consejeros. En Argentina los accionistas pueden emplear derechos de votación acumulativos para elegir hasta un tercio de todos los puestos vacantes de consejeros, en tanto que el resto es designado por simple mayoría de votos.

La defensa de los acreedores es tan importante como la de los accionistas. Incluso puede ser considerada aun más relevante en los países en desarrollo, donde la deuda es la principal fuente de financiamiento externo. López-de-Silanes (2000 y 2002) desarrolla un índice denominado “derechos del acreedor”, que varía de cero a cuatro. Una vez más, los acreedores resultan mejor defendidos en países cuya tradición jurídica es afín a la del Reino Unido (promedio 3,11), seguidos por países con sistemas jurídicos del tipo alemán (2,33) y escandinavo (2,30). En último lugar están los países con sistemas jurídicos del tipo francés (1,58), entre los cuales se encuentran los países latinoamericanos.

En los países de América Latina los derechos de los acreedores son bastante limitados (1,25) en comparación con otros países con régimen jurídico del tipo francés (1,81). Entre los países de la región se observan diferencias, aunque no exista una correlación clara entre los derechos de protección de los accionistas y los de los acreedores. Tres de los países latinoamericanos respecto de los cuales existe información presentan el resultado mínimo (cero): Colombia, México y Perú. Argentina y Brasil muestran un resultado igual a uno; Chile y Uruguay, igual a dos; y Ecuador presenta el valor máximo (cuatro).

No menos importante es el examen de la aplicación de la legislación, incluyendo la eficiencia del poder judicial, la tradición del país en materia de ley y orden, la presencia de corrupción y la calidad de los patrones contables. Capaul (2003) sostiene que en la mayoría de los países latinoamericanos no hay juzgados especiales que traten la protección del accionista (minoritario), de modo que la jurisprudencia es mínima debido a la escasez de precedentes judiciales. Las decisiones finales pueden tomar años, y la parte afectada puede incurrir en costos importantes. Los juzgados no tienen suficientes recursos financieros, los magistrados están poco motivados y poco familiarizados con la aplicación de las leyes económicas y algunos, incluso, son corruptos. Por la sobrecarga de los juzgados es simplemente imposible cubrir los casos comerciales. Comparado con Europa y Norteamérica, por lo demás, el litigio civil privado (arbitraje) es raro en América Latina.

El diagnóstico de Capaul (2003) es ratificado por la OCDE (2004): al comparar la experiencia de Argentina, Brasil, Chile, Colombia y Perú, éste sostiene que la mayoría de los jueces no tiene conocimiento de temas financieros y cuestiones relacionadas con mercados de capitales. No hay, con excepción de Brasil, cortes especializadas. Por lo demás, la experiencia de una corte comercial especial se encuentra restringida a Río de Janeiro y no se reproduce en otras partes del país. Analizando la experiencia brasileña, Rabelo y Coutinho (2001) afirman que el sistema judicial es excesivamente burocrático, lento y de alto costo, en tanto que Castañeda (2001) califica el sistema judicial mexicano de corrupto e ineficiente.

## 6.2 *Cambios recientes en la legislación de sociedades anónimas y de quiebras*

Se observa una tendencia hacia la convergencia legal, ya que recientemente muchos países han modificado sus legislaciones relativas a los derechos de los accionistas minoritarios y de los acreedores. Italia, por ejemplo, aprobó en 1998 una nueva ley que fortalece la protección a los accionistas minoritarios (ley Draghi). Si hubiese sido incluida en el índice de protección al accionista utilizado por LLSV, la legislación italiana habría pasado de uno a cinco. También se corrigieron fallas de la ley de adquisiciones (Aganin y Volpin, 2003).

Aunque el sistema legal chileno es de origen francés (y surge de la jurisdicción del derecho civil), los esfuerzos por desarrollar una protección sólida del inversionista y una estructura adecuada de gobernabilidad corporativa han llevado a la adopción de muchas medidas, rasgo más bien característico de regímenes de derecho consuetudinario como el angloamericano (Linneberg y Waitzer, 2004). Chile aprobó en diciembre de 2000 una nueva ley, llamada ley de OPAs, dirigida a garantizar un tratamiento igual a todos los accionistas y otorgar más protección a los minoritarios. Entre sus principales características cabe destacar: a) aumento de información a los accionistas, principalmente en los procedimientos de ofertas públicas de acciones (OPA); b) reglas más rigurosas para el uso de información confidencial que genere situaciones de uso de información privilegiada; c) garantía de tratamiento no discriminatorio a accionistas minoritarios, permitiendo un procedimiento semiautomático que posibilite a minoritarios disidentes ser compensados si un accionista controlador aprobara medidas en favor propio y contrarias a sus intereses; d) tratamiento igualitario de los accionistas extranjeros (principalmente propietarios de ADR), sobre todo con respecto a los procedimientos de votación; e) mayor regulación de las ofertas de recompra de acciones; f) las readquisiciones de acciones fueron permitidas con el propósito de implantar los esquemas de opciones de acciones como un incentivo a ejecutivos; g) reducción del porcentaje de acciones requerido para convocar a una asamblea extraordinaria de accionistas (AEA) de 10% a 5%; h) aumento de las informaciones y requisitos exigidos para las transacciones con partes relacionadas, así como prohibición a los consejeros de votar en estas, e i) obligación para las grandes compañías de constituir un comité de auditoría (Escobar, 2001; López-de-Silanes, 2002; Banco Mundial, 2003a).

Linneberg y Waitzer (2004) formulan algunas críticas a esta Ley de OPA. Sin embargo, comentan que parte de las limitaciones existentes pueden ser atribuidas a la necesidad de desarrollar un paquete aceptable para el poder legislativo. Se trataba, además, de lograr un acuerdo general dentro de la coalición de gobierno y contradecir a quienes sostenían que el nuevo régimen conduciría a la expropiación de los derechos de los accionistas mayoritarios. Se introdujo una fase de transición de tres años. Como este período expiraría a fines de 2003, varias transacciones de cambio de control accionario fueron realizadas exactamente al término de la fase de transición. Lefort y Walker (2004) comentan que, si bien la reforma legal que se ha llevado a cabo recientemente en Chile se entiende orientada a convertirse en el mejor instrumento

en términos de gobernabilidad corporativa, la convergencia hacia el modelo económico desarrollado será muy lenta.

En México la ley de sociedades de inversión fue aprobada por el Congreso en abril de 2001 y entró en vigencia en junio del mismo año. La nueva legislación aumentó la protección de los accionistas minoritarios; por ejemplo, establece la obligatoriedad de una oferta pública de compra de acciones si más de 30% del capital votante es acumulado por un inversionista o si éste ya posee más de 30% de los votos y está adquiriendo 10% más. Se concede el derecho a un *tag along* de 100% a todos los accionistas, con independencia de la clase o número de acciones que posean.<sup>2</sup> Cuando el número de acciones en manos de minoritarios cae a menos de 15%, es obligatoria una oferta pública para la adquisición de todas las acciones. Además, la legislación regula cómo deben ser llevadas a cabo las OPA, al exigir notificaciones cuando un accionista aumenta su participación a más de 10% (y para cada 5% adicional) y al establecer la obligación de informar trimestralmente cuando personas con acceso a información privilegiada compren o vendan acciones por valores superiores a 150 mil dólares. Además se redujo el porcentaje mínimo de propiedad a 10% para los accionistas minoritarios, con el propósito de asegurar su protección ante abusos potenciales (López-de-Silanes, 2002; Martínez y Werner, 2002).

Otras medidas importantes de la reforma legal mexicana conciernen a las partes relacionadas, por ejemplo, el requisito de que todas estén supervisadas por el comité de auditoría, compuesto por una mayoría de consejeros independientes. La nueva regulación limita el número de consejeros a un mínimo de cinco y un máximo de 20, y dispone que 25% de los miembros deben ser independientes. Para evitar la infracción de la regla “una acción, un voto”, la emisión de acciones sin derecho a voto está limitada a 25% de las acciones del mercado y de la oferta pública (Martínez y Werner, 2002). Pese a estos cambios, la protección a los accionistas minoritarios en México aún necesita mejorar más (López-de-Silanes, 2002). Banco Mundial (2003b) apunta que en la nueva legislación no hay ningún requerimiento específico relativo a la necesidad de informar participaciones accionarias cruzadas y acuerdos de accionistas.

En Brasil fue promulgada en octubre de 2001, después de cuatro años de tramitación en el Congreso, una nueva ley de sociedades anónimas que incorpora diversas modificaciones en la legislación de 1976. En materia de estructura de capital, la nueva ley no eliminó la distinción entre acciones ordinarias (con derecho a voto) y acciones preferenciales (sin derecho). Para las empresas que van a abrir su capital es obligatoria la emisión de un mínimo de 50% de las acciones con derecho a voto, en comparación con el mínimo anterior de 33%.

---

<sup>2</sup> El *tag along* es la proporción entre el valor que se paga a los accionistas minoritarios en comparación con el recibido por el grupo controlador, en caso de cambio de control accionario. Cuanto mayor es este porcentaje, mayor es el desembolso por parte de quien obtiene el control accionario. En caso de un *tag along* de 100%, los accionistas minoritarios recibirán el mismo valor que los mayoritarios.

La ley trajo innovaciones en la protección a los accionistas; por ejemplo, en el caso de transferencia del control de las empresas, el nuevo controlador está obligado a adquirir las acciones ordinarias de los accionistas minoritarios en un valor equivalente a por lo menos 80% del precio pagado a los accionistas mayoritarios (*tag along*). Pero este beneficio no fue extendido a los propietarios de acciones preferenciales. El derecho de *tag along* de los accionistas minoritarios había sido eliminado en 1997 para facilitar la transferencia del control de las empresas estatales al sector privado (Leal y Oliveira, 2002).

La defensa de los accionistas minoritarios en Brasil fue reforzada, además, por la protección contra la retirada súbita de liquidez de las acciones (conocida como “cierre blanco”). Esta práctica es común en la adquisición de empresas por accionistas extranjeros que prefieren negociar sus acciones en los países de origen. Los accionistas controladores están obligados a hacer una oferta pública de compra de acciones de los minoritarios tomando como base el “valor justo” de la empresa. En virtud de la nueva ley, si 10% de los minoritarios se consideran perjudicados por las condiciones de cierre, se les permite convocar a una AEA y solicitar una nueva evaluación. Los accionistas con un mínimo de 10% de las acciones preferenciales o 15% de las ordinarias pueden designar un integrante del consejo de administración. Sin embargo, este derecho se limita a elegir un nombre de una lista de tres candidatos definidos por el accionista controlador; además, esa elección sólo será obligatoria a partir del ejercicio fiscal de 2006 (Gradilone, 2001).

Un aspecto criticado de la nueva legislación brasileña es la posibilidad de anular el voto de un consejero que produce una decisión contraria a las premisas del acuerdo entre los accionistas que lo eligieron. Se argumenta que el consejero debería tener la libertad para votar de acuerdo con su pensamiento y que ello es lo mejor para todos los accionistas que siempre están buscando conciliar intereses divergentes. La nueva ley hace difícil alinear el referido artículo con la premisa de que un consejero debe atender los intereses de todos los accionistas.

Kenyon (2004) compara las reformas del marco legal relativo al mercado de capitales en Chile, México y Brasil. Los tres países modificaron sus legislaciones en 2000-2001, es decir, con anterioridad a la ola de escándalos corporativos en Estados Unidos y a la Ley Sarbanes-Oxley. Hay varias similitudes entre los tres países con respecto a las motivaciones y propuestas de cambio iniciales. En primer lugar, en cada caso el ímpetu principal para la reforma fue derivado de las agencias reguladoras del mercado de capitales. El interés de los reguladores era obvio: si los mercados locales continuaban restringiéndose, no se lograría nada mediante la regulación.

En segundo lugar, el contenido de las propuestas de reforma fue notablemente similar en los tres países: los detalles se esbozaron en cooperación estrecha con la Corporación Financiera Internacional (CFI), el brazo privado del Banco Mundial, y los principios de gobernabilidad corporativa de la OCDE. De hecho, el objetivo cardinal de las reformas era mejorar las condiciones para los inversionistas minoritarios. El énfasis, por ello, estaba puesto en limitar la emisión de acciones sin derecho a voto, aumentar la proporción de los consejeros independientes en el consejo de administración y establecer un precio mínimo pagable a los inversionistas minoritarios en ca-

so de una oferta pública de adquisición. Cabe percibir en los dos primeros factores un esfuerzo por fortalecer la voz de los accionistas minoritarios, y en el tercero, un intento por salvaguardar la posibilidad de venta de las acciones (Kenyon, 2004).

Por otra parte, de acuerdo con Kenyon (2004) los resultados fueron muy distintos. En México las propuestas del gobierno se aceptaron integralmente y sin enmiendas. En Chile las disposiciones principales eran inalterables, pero las reglas de OPA estaban sujetas a una cláusula facultativa y el paquete aprobado por el legislativo se complementó con otras medidas no relacionadas con gobernabilidad corporativa. En Brasil los elementos más importantes (las reglas de OPA y más específicamente el *tag along*) fueron sustancialmente modificados.<sup>3</sup> Hay que considerar, además, que en México todo el proceso de la reforma se llevó a cabo en menos de dos años, en tanto que en Brasil tomó aproximadamente cuatro años.

Kenyon (2004) analiza diversos factores que inciden en un mejor desempeño de la reforma en Chile y México, en comparación con Brasil: el papel de los inversionistas institucionales (internacionales y locales) y de los accionistas mayoritarios; el proceso de consulta y negociación con los accionistas mayoritarios, y el ciclo electoral. De acuerdo con el autor, la oposición de los empresarios chilenos y mexicanos fue en general menor que la de sus colegas brasileños.

Otros países de América Latina y el Caribe, por lo demás, están promoviendo reformas al marco legal orientadas a proteger a los inversionistas minoritarios. En Venezuela, la Ley de Mercado de Capitales, promulgada en 1973, fue sustancialmente enmendada en 1998 (Fernández y otros, 2001). Los países de la región han seguido en general una tradición de derecho civil, pero los cambios recientes han acusado la influencia más bien de mecanismos contemplados en el derecho común. En Ecuador la legislación empresarial fue modificada precozmente en 1977, en parte con el propósito de incorporar algunas reglas de la tradición de la ley común (Capaul, 2003). Por otra parte, en Colombia el gobierno presentó en 2001 un proyecto de ley del mercado de capitales, pero éste fue posteriormente retirado del Congreso en julio de 2002, como resultado de una intensa presión política de algunas de las principales compañías del país (OCDE, 2003).

Apreda (2001) indica que en Argentina, en el período 1991-2001, se promulgó un número considerable de leyes que tuvieron efectos positivos para el desarrollo corporativo y comercial, como las leyes de inversiones internacionales, bonos corporativos,

---

<sup>3</sup> Gorga (2004) presenta una visión bastante crítica de la nueva legislación brasileña, la que se caracterizaría por la manutención del *statu quo*. Los aspectos cruciales de las propuestas originales fueron alterados durante el proceso legislativo debido a la presión de los accionistas mayoritarios. De esta forma, según la autora, la reforma acabó incorporando tan solo mecanismos meramente paliativos, una vez que los accionistas mayoritarios fueron capaces de influenciar a los legisladores. Por ejemplo, la propuesta original establecía un *tag along* de 100%, pero ese valor fue reducido a 80%. Por esa vía no se conseguía tampoco restablecer la situación conocida hasta 1997. La combinación de intereses oportunistas y valores culturales habría impedido el cambio institucional, a pesar de la intensa presión internacional en torno a la adopción de buenas normas de gobernabilidad corporativa, contradiciendo de tal modo el resultado esperado por los defensores de la “tesis de la convergencia”.

convertibilidad, fondos mutuos, fondos de pensiones, fondos fiduciarios, prevención del riesgo laboral, penalización tributaria, antimonopolios, protección al inversionista, entre otras. Observa Bebczuk (2004) que en 2001 el gobierno emitió además el llamado “decreto de transparencia”, que estableció diversas directrices y normas de gobernabilidad corporativa para las compañías listadas, las que se basaban en las buenas prácticas internacionales.<sup>4</sup> Sin embargo, hasta ahora se ha logrado un progreso modesto, a pesar de las metas bien intencionadas de la reforma. La inactividad del mercado primario de acciones, antes y después de la crisis de 2001-2002, no creó ningún incentivo para que las empresas mejoraran sus prácticas de gobernabilidad corporativa.

Mejorar las leyes de quiebra resulta por lo general más difícil que modernizar las leyes de sociedades anónimas (protección a los accionistas minoritarios), ya que los distintos tipos de acreedores tienen intereses diferentes. Los acreedores con garantía prefieren la liquidación rápida de la empresa. Los acreedores sin garantía y los accionistas pueden preferir una liquidación más ordenada e incluso una reorganización. Este tipo de conflictos conduce a la mayoría de los países a optar por esquemas de reorganización lenta, en lugar de una liquidación rápida (López-de-Silanes, 2002).

Según un estudio del Banco Mundial, el ambiente legal argentino para los derechos de crédito y la ejecución de las deudas ha sido razonablemente efectivo en años recientes, tanto para los créditos garantizados como para los sin garantía. En 1995 Argentina introdujo una nueva y más moderna legislación que contempla procedimientos de liquidación y de reorganización. La ley de concursos y quiebras se aplica a las personas físicas y a las personas jurídicas. La legislación es consistente con las mejores prácticas mundiales, y sus ineficiencias son principalmente atribuibles a problemas en su instrumentación. Las quiebras (liquidación) duran entre uno y cinco años según su complejidad, mientras que los concursos preventivos (reorganización) promedian un año y medio a dos años en jurisdicciones con jueces especializados (Mendoza y Córdoba) y dos a tres años en el resto del país. No obstante, entre febrero y mayo de 2002 los derechos de crédito y los mecanismos de insolvencia sufrieron un fuerte golpe con la ley de emergencia productiva y crediticia, una de las medidas de emergencia adoptadas para ayudar a estabilizar el sector empresarial mediante la imposición de una automática suspensión de seis meses a las acciones de los acreedores para recuperar sus créditos y el desarrollo de un entorno legal que favorecía de modo excesivo a los deudores (Banco Mundial, 2002).

---

<sup>4</sup> OCDE (2003) indica que la reforma de los mercados de capitales de Argentina fue promulgada como ley y entró en vigencia en junio de 2001. La nueva ley cubre un amplio rango de temas de gobernabilidad corporativa, con disposiciones que incluyen ofertas obligatorias de recompra, una vez que 35% de las acciones han sido adquiridas por un solo accionista o un grupo de control; los procedimientos para asegurar que los accionistas minoritarios reciban un “justo precio” en *skeezee-outs* (maniobras societarias destinadas a excluir a los socios minoritarios o a limitar sus derechos) y en la eliminación de la inscripción; comités de auditoría con mayorías independientes; establecimiento de tribunales de arbitraje para la resolución de los conflictos, y mayor influencia para los accionistas merced a un aumento de su participación en las Asambleas Generales de los Accionistas.

En mayo de 2000 se promulgó en México una nueva ley de quiebras que procuraba resolver algunas de las principales deficiencias de la legislación anterior. Para López-de-Silanes (2002) esa reforma fue una pérdida de oportunidad, ya que la ley no avanzó lo suficiente en la protección de los intereses de los acreedores. Considerando el índice de “derechos del acreedor”, el valor sería el mismo antes y después de esa reforma. Aunque por medio de esa ley se haya hecho un esfuerzo por definir plazos para varios procedimientos, los poderes discrecionales no pasaron a manos de los acreedores, sino que quedaron a disposición de los jueces.

En Brasil una nueva ley de quiebras, que reemplazó a la que estaba en vigor desde 1945, fue promulgada en febrero de 2005, después de un trámite de 11 años. Uno de los principales cambios se relaciona con los derechos del trabajo. En la legislación anterior las deudas laborales tenían preferencia sobre otros acreedores. En la nueva ley tales deudas tienen preferencia en el pago por un monto de hasta 150 salarios mínimos (equivalentes a 14.400 dólares). Por encima de ese valor, los empleados pasan a tener un derecho similar al de los proveedores sin garantía, situándose por detrás de los acreedores con garantía y de las deudas tributarias. La nueva ley dificulta la petición de quiebra y facilita la recuperación de compañías en dificultad financiera. Además, el inversionista interesado en adquirir una empresa quebrada no hereda sus deudas laborales y tributarias. Para los acreedores financieros, la nueva ley incrementa la garantía de los empréstitos.

Aunque no hay en Chile ninguna corte especializada en asuntos comerciales o de insolvencia, las cortes de jurisdicción general aplican la ley de insolvencia promulgada en 1982 de una manera consistente, y los procedimientos respectivos se perciben como independientes y fiables. No obstante, esa ley mantiene un procedimiento tradicional de liquidación, que es una práctica bastante ineficaz (Banco Mundial, 2004c). Es bien sabido que la llamada segunda reforma del mercado de capitales, sometida al Congreso en 2003, pretende mejorar la situación de los acreedores y del sistema de insolvencia como un todo, incluyendo la creación de un registro unificado de prendas y la clarificación del tratamiento de acuerdos subordinados que frecuentemente son utilizados en préstamos sindicados o finanproyecto.

### *6.3 Entidades de control de mercado de capitales*

En la legislación es fundamental considerar, por cierto, la capacidad de las entidades de gobierno, en particular aquellas responsables del monitoreo del mercado de capitales, de lograr que las normas establecidas sean observadas por las compañías. Vale la pena destacar dos aspectos: a) el tamaño y la independencia de esas entidades; b) las multas aplicadas y recaudadas. Los siguientes párrafos están basados en un documento reciente elaborado por la OCDE que analiza estos temas en cinco países de la región: Argentina, Brasil, Chile, Colombia y Perú (OCDE, 2004).

Las comisiones de valores tienen un presupuesto anual que asciende a 25,8 millones de dólares en Brasil y 2.460.000 dólares en Argentina. Chile, Perú y Colombia se encuentran en el rango medio, con 9 millones de dólares, 7.860.000 dólares y 5,4 millones de dólares, respectivamente (*véase* el cuadro III.3). Perú exhibe, seguido por Co-

lombia, la mayor capitalización del mercado respecto al presupuesto de la comisión de valores. Otro indicador importante es el número de empleados. Una vez más, Brasil ostenta la mayor extensión de personal, con 363 empleados; Chile está en segundo lugar, con 246; les siguen Colombia con 168, Perú con 144 y Argentina con 142. En los cinco países los presidentes de las comisiones de valores son designados por el poder ejecutivo. En Chile y Colombia pueden ser removidos fácilmente, en tanto que en Argentina, Brasil y Perú se busca una mayor independencia política por medio de un mandato fijo y la restricción de la exoneración tan solo a casos de falta o delito mayor.

A pesar de restringirse a cinco países, estos datos pueden considerarse representativos para la región. En México, por ejemplo, la entidad de monitoreo del mercado de capitales no es una agencia verdaderamente independiente, ya que trabaja estrechamente con el Ministerio de Finanzas y Crédito Público en diversas resoluciones. El presidente de la entidad es designado por el ministro y puede ser exonerado por éste. En la práctica el cargo de presidente es renovado en cada nueva administración. La vicepresidencia de vigilancia de valores mobiliarios es responsable del monitoreo de los principales aspectos relacionados con la gobernabilidad corporativa; tiene 136 empleados, aproximadamente 10% del total de la entidad (Banco Mundial, 2003c). En Panamá la entidad es un cuerpo autónomo integrado en el Ministerio de Economía y Finanzas. Los tres comisionados son designados por el ejecutivo, pero sólo pueden ser exonerados por la Corte Suprema. Su mandato es de cinco años. La comisión tiene 46 empleados (Banco Mundial, 2004a).

Una de las diferencias más notorias entre los cinco países analizados en OCDE (2004) está en la magnitud de las multas. Chile y Brasil parecen mostrar la mayor capacidad de establecer multas elevadas, ya que la imposición de éstas se basa en un porcentaje del valor del beneficio obtenido por la compañía merced a su funcionamiento ilegal. En Chile la multa de 55 millones de dólares que se impuso en el caso

**Cuadro III.3**  
COMISIONES DE VALORES EN AMÉRICA LATINA, 2003

	Presupuesto (millones de dólares)	Presupuesto/Valor de capitalización (%)	Número de empleados	Mayor multa aplicada (millones de dólares)	Número de multas registradas
Argentina	2,64	0,0068	142	0,27	9
Brasil	25,78	0,0110	363	22,40	568
Chile	9,08	0,0105	246	55,00	38
Colombia	5,40	0,0379	168	0,05	19
Perú	7,86	0,0490	144	s.d	33

Fuente: OCDE, "The Legal, Regulatory and Institutional Framework for Enforcement Issues in Latin America: A comparison of Argentina, Brazil, Chile, Colombia and Peru", *The Fifth Meeting of the Latin American Corporate Governance Roundtable*, Rio de Janeiro, 2004.

de Chispas ha sido la más importante. En Brasil la multa más alta fue de 22,4 millones de dólares.

Un número considerable de multas, empero, han quedado sujetas a apelación en las cortes. En Argentina, por ejemplo, casi todas las multas son apeladas: en efecto, 29 de 32 casos desde 2001. Ninguna de estas apelaciones ha sido rechazada por las cortes en los últimos tres años. Se han mantenido sus resoluciones en 18 ocasiones, en tanto que otros 11 casos continúan pendientes. Recaudar las multas parece ser una ardua tarea, ya que sólo 13 veces se lo ha logrado en el período 2001-2003. Dificultades similares se observan en Brasil y Panamá. En una de las situaciones más recientes, las diez mayores multas se han disputado activamente en la corte, y ninguna ha sido pagada. Hasta el derecho de la entidad para imponer multas a la dirección, directores, y accionistas mayoritarios ha sido objeto de debate en la corte, sin que exista aún ninguna resolución judicial.

En Colombia, Chile y Perú la apelación a las multas ha sido menor. En el primero sólo se dieron nueve casos de un total de 82 multas impuestas durante el trienio 2001-2003; en los 73 casos restantes las multas fueron percibidas. En Perú se cursaron 128 multas y sanciones durante el mismo período, de las cuales sólo 22 fueron apeladas. Todas estas apelaciones continúan pendientes, ya que el proceso de resolución ha sido relativamente lento.

## 7. Estructura de propiedad en empresas latinoamericanas

### 7.1 Alta concentración de la propiedad

La estructura de propiedad de las empresas latinoamericanas es bastante concentrada. El cuadro III.4 muestra una estimación de Lefort (2003) sobre el grado de concen-

**Cuadro III.4**  
CONCENTRACIÓN DE LA PROPIEDAD ACCIONARIA  
EN AMÉRICA LATINA, 2002

País	Muestra	% del accionista principal	% de los 3 accionistas principales	% de los 5 accionistas principales
Argentina	15	61	82	90
Brasil	459	51	65	67
Chile	260	55	74	80
Colombia	74	44	65	73
México	27	52	73	81
Perú	175	57	78	82
Promedio	168,3	53	73	79

Fuente: F. Lefort, "Ownership Structure and Corporate Governance in Latin American Countries: an empirical overview", OCDE, *White Paper on Corporate Governance in Latin America*, París, 2003.

tración de la propiedad accionaria en seis países de la región. La muestra reúne un amplio conjunto de compañías en Brasil, Chile, Colombia y Perú, más un subconjunto de compañías que emiten ADR en Argentina y México. En 2002 el mayor accionista individual en estas firmas era propietario de un promedio de 53%, y los cinco mayores accionistas sumaban hasta casi 80% del total de las acciones. En ese contexto es natural que el mercado de control corporativo (adquisición hostil) sea irrelevante. Puede observarse en esta muestra que tan solo en Colombia el mayor inversionista controlaba en promedio no más de 50% del capital. Gutiérrez y Pombo (2004) muestran datos similares con respecto a Colombia en particular. Considerando 106 compañías, la participación promedio del mayor accionista en 2002 fue de 39%. En 77 de las 106 firmas los cuatro mayores inversionistas controlaban por lo menos 50% de las acciones con derecho a voto.

En Colombia hay que distinguir el caso del Sindicato Antioqueño, considerado el mayor del país, en el cual ningún accionista individual concentra más de 3% de cada compañía del grupo económico. Aunque son cerca de 80 las empresas que componen el grupo, las relaciones entre ellas no son de dependencia, sino de asociación. Esto difiere radicalmente de la experiencia de los grupos económicos predominantes en América Latina, los que forman conglomerados familiares diversificados (Castañeda, 2001). En una comparación con las estructuras económicas japonesas cabría sostener que el Sindicato Antioqueño se asemeja a los *keiretsus* (modelo actual), en tanto que la mayoría de los grupos económicos latinoamericanos son más similares a los *zaibatus* (de la preguerra).

Una estructura de propiedad concentrada tiene como consecuencia la superposición de propiedad y gestión. Se estima que en 95% de las firmas bajo control familiar en México el principal ejecutivo es un miembro de la familia (Husted y Serrano, 2001). Esto reduce el problema de agencia entre los accionistas mayoritarios y la gerencia, pero no elimina el conflicto de expropiación entre accionistas mayoritarios y minoritarios.

La alta concentración de la propiedad constituye en definitiva un aspecto estructural en el régimen dominante en América Latina. En 1963 en Colombia alrededor de 1% de los accionistas poseían 83% de las acciones ordinarias. Veinte años después un estudio observó una proporción de concentración accionaria similar (Gutiérrez y Pombo, 2004). Los autores señalan que, a pesar de las recientes reformas para la apertura de la cuenta de capital y la liberalización del comercio, las nuevas empresas listadas de sectores no tradicionales presentan igualmente un alto nivel de concentración accionaria. De Michele (2001) indica que en Argentina muchas de las corporaciones familiares fueron compradas por compañías extranjeras. Aunque ese proceso resultó en el desmantelamiento de las estructuras familiares, éstas no fueron remplazadas necesariamente por una estructura de propiedad abierta o diversificada. Por tanto, los compradores prefirieron mantener los beneficios privados del control.

En algunos países se observa una tendencia al incremento del grado de concentración de la propiedad. Considerando 537 empresas colombianas, Pombo, Gutiérrez y Tabora (2004) indican que la participación promedio del mayor accionista pasó de 43,5% en 1992 a 47,1% en 2002. Para los cuatro mayores accionistas, las cifras fueron

de 80,9% y 84,2% en cada uno de esos años. Se debe destacar que las compañías no afiliadas a grupos económicos muestran proporciones de concentración similares a las empresas afiliadas y que incluso su grado de concentración también crece. En el caso brasileño, considerando el período 1997-2001, Mendes-da-Silva y Moraes (2004) observan que en un conjunto de 176 compañías industriales el control de acciones con derecho a voto del accionista mayoritario aumentó de 55,4% a 62,4%. Leal (2004) señala que la participación promedio de las acciones con derecho a voto de los cinco mayores accionistas en Brasil creció de 79% en 1996 a 89% en 2000.

Otro método de estimar la concentración de la propiedad es mediante el llamado *free float*, el cual puede ser definido como el porcentaje de las acciones de las compañías que están disponibles en el mercado para transacciones. Se estima que ese valor apenas alcanza en los diversos países: 10% (Panamá), 12-15% (México), 14% (Chile), 15% (Colombia) y 23% (Argentina).

## 7.2 Clases distintas de acciones, participación accionaria cruzada y pirámides

La emisión de distintas clases de acciones refuerza el control de los accionistas mayoritarios. Este es un mecanismo muy utilizado por lo menos en Brasil (86,9%), Perú (61,0%) y México (37,8%), según se observa en el cuadro III.5. Analizando el caso brasileño, Valadares (2002) destaca una amplia utilización de acciones sin derecho a voto que se aparta de la regla “una acción, un voto”. Ese y otros mecanismos, como pirámides, permiten captar recursos en el mercado sin perder el control de la empresa, el cual quedaría garantizado con menos de 50% del capital total. Para la autora,

**Cuadro III.5**  
SEPARACIÓN DE PROPIEDAD Y CONTROL EN AMÉRICA LATINA, 2002

<b>País</b>	<b>% de firmas con acciones sin derecho a voto</b>	<b>Acciones sin derecho a voto / acciones con derecho a voto</b>	<b>% de firmas en pirámides</b>
Argentina	3,9	0,14	93
Brasil	86,9	1,29	89
Chile	7,2	0,07	68
Colombia	7,1	0,09	50
México	37,8	-	72
Perú	61,0	0,25	100
Promedio	34,0	0,37	79

Fuente: F. Lefort, “Ownership Structure and Corporate Governance in Latin American Countries: an empirical overview”, OCDE, *White Paper on Corporate Governance in Latin America*, París, 2003.

de un total de 325 empresas sólo 35 (11%) no tenían acciones preferenciales, lo que ratifica los valores presentados por Lefort (2003). El promedio de acciones con derecho a voto en la proporción del total de acciones era de 54%, pese a que la legislación en vigor permitía un mínimo de 33%. Además, 88 empresas (27%) estaban en el límite de emisión de acciones sin derecho a voto.

Castañeda (2001), con una muestra de 121 empresas que resulta más representativa que la de Lefort (2003), estima que, en el caso mexicano, la separación de acciones con y sin derecho a voto sería en realidad de 60%. El autor compara este dato con valores encontrados en otros mercados de capitales. Por ejemplo, la misma proporción sería de 10% en Canadá, 4% en Estados Unidos y 1% en Japón y en el Reino Unido. Sin embargo, la emisión de clases distintas de acciones es un fenómeno relativamente reciente en México. Según Martínez y Werner (2002) hasta 1989 la emisión de acciones duales estuvo prohibida, pero con la publicación del Reglamento de la Ley para promover la inversión mexicana y regular la inversión extranjera las compañías fueron autorizadas a dichas emisiones e incluso se estimuló la atracción de inversionistas extranjeros a las bolsas mexicanas de valores mediante la venta de acciones sin voto. De esta forma, la misma legislación que quería fomentar la inversión extranjera en México acabó por abandonar la regla “una acción, un voto”. Para Martínez y Werner (2002) solamente 23% de las empresas listadas tienen acciones sin derecho a voto, aunque correspondan al 40% del valor de capitalización de la Bolsa de Valores.

Según Pombo, Gutiérrez y Tabora (2004) en Colombia el Código de Comercio prohíbe los votos múltiples y, por consiguiente, cualquier separación explícita entre propiedad y gestión. A pesar de la referida regla, la ley 22 de 1995 ha permitido emitir las que se llaman acciones con dividendos preferenciales, pero sin derecho a voto. Las sociedades anónimas no pueden emitir este tipo de acciones en una cantidad mayor a 50% del capital suscrito.

Un segundo mecanismo efectivo para separar la propiedad del control lo constituyen las estructuras piramidales, las que tienen un uso muy difundido en América Latina. Según Bebczuk (2004) las estructuras de propiedad en Argentina son relativamente simples: las empresas están dominadas por un número pequeño de accionistas (típicamente tres). En una muestra de 55 compañías, el conjunto que no sigue la regla “una acción, un voto” es relativamente pequeño (sólo 18,2% de las empresas), y tampoco se observa ningún caso de participación accionaria cruzada. De este modo, las pirámides representan el mecanismo preferido para aumentar el control por parte del accionista principal, lo que se observa en 67,3% de las firmas. Son raras las empresas con control accionario disperso. En Chile el esquema de pirámides es el que aplican los grupos económicos, opción que obedece, en parte, a la imposibilidad legal de usar esquemas cruzados de control como los observados en Asia, no menos que al escaso empleo del esquema dual (Agosin & Pastén, 2001).

En Brasil también es muy frecuente el uso de pirámides, más que en Italia pero menos que en Bélgica. Considerando una empresa que posea 50% de otra que, a su vez, poseyese 50% de una tercera, el nivel de pirámide sería 2. Para Brasil y Chile se estimaron índices de 1,9 y 2,5, respectivamente. En Bruselas ese valor alcanzó 2,2, en

tanto que en Milán el promedio de niveles fue de 1,27 en 2000 (Aganin y Volpin, 2003). Cabe mencionar que las participaciones accionarias cruzadas configuran un procedimiento ilegal en Brasil.

Rabelo y Coutinho (2001) analizan el impacto de la privatización sobre la gobernabilidad corporativa en Brasil. En lugar de promover la dispersión de la propiedad, el gobierno vendió los bloques controladores de las empresas, de tal modo que las privatizaciones vinieron a reforzar la concentración. En varios casos se formaron consorcios para participar en las licitaciones del proceso de privatización. Se estima que 23% de las compañías abiertas tienen acuerdos de accionistas, lo que representa otra forma de controlar más intensamente las decisiones de la empresa por parte de los accionistas mayoritarios (Leal, 2004). Esos acuerdos no necesariamente son una consecuencia de las privatizaciones.

Husted y Serrano (2001) analizan la información relativa a 90 grandes empresas mexicanas y comprueban que se organizan en “grupos económicos”, o sea, en conglomerados (*holdings*) que invierten en diversas compañías. Las participaciones accionarias cruzadas entre empresas generalmente ocurren dentro de los grupos económicos: compartir directores es hábito frecuente entre empresas de un mismo grupo y aun entre grupos diversos. Sólo 16 de las 90 compañías analizadas no exhibían algún grado de interrelación con otras firmas.

La utilización de participaciones accionarias cruzadas también es habitual en Perú. En la experiencia colombiana, según Gutiérrez y Pombo (2004), el único grupo económico con importantes participaciones accionarias cruzadas es el Sindicato Antioqueño. En general, los esquemas de pirámides son los mecanismos predominantes entre los otros grandes conglomerados nacionales. Según los autores, las pirámides parecen emplearse principalmente no para extraer las rentas de los accionistas minoritarios, sino como protección contra cualquier pérdida potencial de control (oferta pública de adquisición).

### 7.3 *El débil desempeño del mercado de capitales*

De una forma general, De la Torre y Schmukler (2004) observan que, a pesar de los esfuerzos de los países latinoamericanos por mejorar el ambiente macroeconómico y reformar las instituciones que podrían ayudar al desarrollo del mercado de capitales, el desempeño de éste resulta particularmente pobre. En resumen, se observa una continua y persistente disminución en el número de compañías listadas en bolsas de valores. En el caso de la Bolsa de Buenos Aires esa cifra indicó 550 en 1960, 278 en 1980, 170 en 1991 y 130 en 1999 (Aprea, 2001). En 2003 sólo 107 empresas tenían esa condición. En total en América Latina y el Caribe el número ha disminuido de 1.748 en 1990 a 1.381 en 2002, por lo cual la participación en el total mundial también acusa una caída de 6,88% a 2,90% en las mismas fechas (*véase* el cuadro III.6). Por lo demás, el valor de capitalización del mercado como porcentaje del PIB es bajo, con excepción de Chile, Jamaica y Trinidad y Tobago. Por su parte, la liquidez (valor negociado de las acciones como porcentaje del PIB) también se muestra reducida en comparación con otras regiones del mundo.

**Cuadro III.6**  
**INDICADORES SELECCIONADOS DE LOS MERCADOS**  
**DE CAPITALES EN AMÉRICA LATINA, 1990-2003**  
 Compañías listadas en bolsas de valores

	1990	1995	2000	2001	2002	2003
Argentina	179	149	127	113	83	107
Brasil	581	543	459	428	399	367
Chile	215	284	258	249	254	240
Colombia	80	190	126	121	114	114
Ecuador	-	40	30	31	31	30
Jamaica	44	51	46	39	42	39
México	199	185	179	167	166	159
Perú	294	246	230	204	202	197
Trinidad y Tobago	30	27	27	26	31	35
Uruguay	36	20	-	15	-	-
Venezuela	76	90	85	62	59	54
América Latina y Caribe	1748	2120	1743	1570	1381	-
América Latina y Caribe / Mundo (%)	6,88	5,79	4,16	3,87	2,90	-

**VALOR DE LA CAPITALIZACIÓN DE MERCADO**  
**DE LAS EMPRESAS LISTADAS (% PIB)**

	1990	1995	2000	2001	2002	2003
Argentina	2,3	14,6	58,4	71,5	100,9	30,0
Brasil	3,6	21,0	37,6	36,6	26,9	47,6
Chile	44,9	113,3	80,0	85,3	70,7	119,2
Colombia	3,5	19,4	11,4	16,2	12,0	18,4
Ecuador	-	13,0	4,4	6,8	7,2	8,0
Jamaica	19,8	23,6	48,3	61,2	74,2	108,7
México	12,4	31,6	21,5	20,4	15,9	19,6
Perú	3,1	22,0	20,0	18,3	23,7	26,3
Trinidad y Tobago	13,7	21,0	52,8	42,5	69,5	104,0
Uruguay	-	0,9	-	0,8	-	-
Venezuela	17,2	4,7	6,7	4,9	4,2	4,5
América Latina y Caribe	7,7	24,0	33,0	33,1	27,0	-
Mundo	48,0	61,9	104,1	90,5	74,4	-

## VALOR NEGOCIADO DE ACCIONES (% PIB)

	1990	1995	2000	2001	2002	2003
Argentina	0,6	1,8	2,1	1,6	1,3	0,5
Brasil	1,2	11,2	16,8	12,8	10,5	1,5
Chile	2,6	17,0	8,1	6,4	4,6	1,1
Colombia	0,2	1,4	0,5	0,4	0,3	0,1
Ecuador	-	1,2	0,1	0,0	0,1	0,0
Jamaica	0,7	6,3	1,0	1,0	1,8	0,3
México	4,6	12,0	7,8	6,4	4,3	0,3
Perú	0,4	7,3	2,9	1,6	2,0	0,1
Trinidad y Tobago	1,1	2,6	1,7	1,9	1,8	0,6
Uruguay	-	0,0	-	0,0	-	-
Venezuela	4,6	0,7	0,6	0,3	0,1	0,0
América Latina y Caribe	2,1	8,4	8,6	6,3	5,3	-
Mundo	28,5	35,7	154,7	137,6	122,5	-

Fuente: World Development Indicators. Washington D.C., Banco Mundial.

De la Torre y Schmukler (2004) consideran otras deficiencias de los mercados de capitales en América Latina. Hay, en primer lugar, una alta concentración de transacciones en pocas acciones. En Chile y Argentina tres compañías responden por casi 50% de la capitalización del mercado. En México una sola empresa representa aproximadamente 25% de la capitalización y entre 20 y 40% de los valores negociados. En seis de las siete mayores economías latinoamericanas la participación conjunta de las diez mayores compañías responde por más de 60% del valor negociado (en Brasil ese valor se acerca a 40%), comparado a menos de 15% en el mercado de Estados Unidos. En economías más pequeñas, como Panamá, la participación conjunta de las diez mayores empresas alcanza a 92% del volumen negociado.

En segundo lugar, cada vez son más las compañías que prefieren tener cotizadas sus acciones en mercados internacionales por intermedio de ADR o instrumentos similares, generando impactos negativos sobre los mercados de capitales domésticos. El número de empresas latinoamericanas listadas internacionalmente creció de 11 en 1990 a 249 en 2000, lo que representa 18,2% del total de las empresas cotizadas en bolsas de valores nacionales. La capitalización de mercado de esas compañías aumentó de 0,7% del PIB en 1990 a 12,9% en 2000 (De la Torre y Schmukler, 2004). No debe sorprender, por tanto, la intensidad de la migración de empresas mexicanas a Estados Unidos y otros mercados internacionales. En septiembre de 2002 eran 74 las compañías que comerciaban sus acciones en los mercados extranjeros, en tanto que 130 operaban en la bolsa mexicana. En 2001 el valor comercial de las acciones de empresas mexicanas en los mercados extranjeros fue más de nueve veces su valor en la Bolsa mexicana de valores (Martínez y Werner, 2002).

La continua reducción del número de empresas cotizadas en bolsas de valores en América Latina puede ser atribuida a dos factores principales. Primero, muchas compañías han sido compradas por empresas multinacionales que prefieren tener acciones listadas de modo preferencial en sus países de origen o en países desarrollados. Segundo, el costo de mantener una empresa cotizada en bolsa de valores no es pequeño. Zervos (2004) estima que el costo de transacción para promover una oferta inicial de acciones en Brasil corresponde a 4,4% del total de la emisión y a 2,4% en el caso de la contracción de deudas. En México los valores son de 3,9% y 1,2%, respectivamente. Cabe observar que resulta más atractiva la deuda que la captación de recursos en el mercado bursátil. Conviene señalar que en Chile la situación es diversa, con números equivalentes a 1,6% y 2,7%. En este país, sin embargo, en los últimos seis años se han realizado tan solo dos ofertas iniciales de acciones.

#### 7.4 *La creciente importancia de los fondos de pensiones*

Otro aspecto relevante en materia de estructura de la propiedad tiene relación con los inversionistas institucionales, en particular los fondos de pensiones. Chile presenta una situación particular en América Latina, ya que en ese país los fondos de pensiones son muy representativos. La intervención activa de los fondos en el mercado de capitales ha llevado a que tengan participación accionaria relevante en numerosas sociedades, lo que ha impulsado su incorporación en los directorios como accionistas minoritarios (Majluf y otros, 1998). En diciembre de 2003 los fondos de pensiones chilenos administraban una cartera equivalente a 60% del PIB (véase el cuadro III.7). Este valor se explica por el hecho de que fue el primer país en reformar y privatizar su sistema de jubilaciones en 1981. Los fondos de pensiones fueron autorizados a invertir en acciones solamente a partir de 1985, y desde entonces se han comportado como accionistas activos (Iglesias-Palau, 2000). Hasta 2002 se permitió a los fondos de pensiones mantener un máximo de 37% de acciones en sus carteras. Con la ampliación de los tipos de fondos disponibles, el límite pasó a: 60% (fondo A), 50% (fondo B), 30% (fondo C), 15% (fondo D) y 0% (fondo E). Actualmente el porcentaje promedio invertido en acciones es de 13% (OCDE, 2004).

Las administradoras de fondos de pensiones en Chile no se limitaron a la compra de acciones, sino que se involucraron activamente en la gestión de las compañías. Esa participación ha obligado a las empresas receptoras a seguir normas corporativas más serias, permitiendo mejorar el esquema de gobernabilidad corporativa en su totalidad. Entre otros mejoramientos está la mayor participación que permitió aumentar el número de consejeros independientes, disminuir el problema de asimetría informativa, reducir los costos de monitoreo e incrementar la protección del resto de los accionistas minoritarios (Iglesias-Paláu; 2000). La legislación permite a los fondos de pensiones actuar conjuntamente para elegir un consejero (que no puede relacionarse con el accionista en la condición de controlador) por medio de la votación acumulativa. Además, si un fondo posee más de 1% de las acciones de una compañía, está obligado a asistir a las asambleas y votar (Linneberg y Waitzer, 2004). Siguiendo con los lineamientos introducidos por esta legislación que impide la colocación de inver-

**Cuadro III.7**  
FONDOS DE PENSIONES EN AMÉRICA LATINA, 2002-2003

	Fecha de reforma del sistema de jubilaciones	Valores administrados en 2003 (millones de dólares)	Valores administrados/ PIB, en 2003 (%)	Participación de acciones en la composición de la cartera en 2002 (%)	Límites de inversión en acciones de la cartera en 2002 (%)
Argentina	1994	15.947	12,3	6,5	70
Bolivia	1997	1.485	18,5	0,0	20-40
Brasil		74.844	15,2	27,7	35
Chile	1981	49.691	68,6	9,9	37
Colombia	1994	7.326	9,5	2,9	30
Costa Rica	2000	304	1,7	0,0	5
El Salvador	1998	1.572	10,9	0,5	20
México	1997	35.844	5,7	0,0	0
Perú	1993	6.341	10,4	31,2	35
República Dominicana	2003	34	0,2	-	-
Uruguay	1996	1.232	11,02	0,0	25

*Fuente:* Asociación Internacional de Organismos de Supervisión de Fondos de Pensiones (AIOS); J. Yermo, *Pension Reform and Capital Market Development*, Washington D.C., Banco Mundial, 2003; datos financieros de la mayoría de los países. Para Brasil: Associação Brasileira de Entidades Fechadas de Previdência Complementar (ABRAPH).

siones en sociedades donde una persona concentre más de 75% de las acciones con derecho a voto, conviene observar que el esquema permitió profundizar la apertura del capital al nivel de la firma, así como disminuir el conflicto de agencia. En el caso chileno, del total de la cartera de los fondos de pensiones en 2002 tan solo una fracción (10%) estaba invertida en acciones.

El proceso de privatización del mercado de jubilaciones se inició en Chile en 1981, en tanto que en Argentina tal modelo se adoptó en 1994. Si bien ambos países presentan similitudes en este aspecto, su desarrollo posterior difiere. En Chile el proceso de privatización de los fondos de pensiones fue anterior al de privatización de las compañías estatales. Argentina asumió una estrategia opuesta. La participación de las administradoras de fondos de pensiones en la economía real es pequeña y en realidad su papel en ésta ha sido bastante opaco. En teoría iban a permitir dinamizar el mercado de capitales local, pero en la práctica mostraron una escasa diversificación en sus portafolios. A finales de 2002, 75% de los fondos invertidos se orientaron hacia los títulos públicos, en tanto que las acciones representaron 6,5% del total de la cartera de los fondos de pensiones. Según De la Torre y Schmukler (2004), en ese país el gobierno ha ido bastante lejos en la apropiación de los recursos de pensiones, puesto que luego de ejercer presión para que los fondos aumentaran su exposición a los bonos gubernamentales todo ello acabó en insolvencia. En tal sentido Yermo (2003) sostiene que aunque los administradores de fondos de pensiones en América Latina

hayan sido relativamente eficaces en el manejo de riesgo financiero, el sistema no se ha aislado eficazmente de la interferencia política. Los fondos de pensiones son frecuentemente usados por los gobiernos como fuente de finanzas cautivas.

Los fondos de pensiones son relativamente poco importantes en México hoy por hoy. Los fondos administrados totalizaron 35,8 millones de dólares (6% del PIB) en diciembre de 2003. La reforma del sistema de pensiones de 1997, sin embargo, ha de tener un gran impacto en el futuro del mercado financiero y la gobernabilidad corporativa de las compañías mexicanas. Se proyecta en los próximos diez años un crecimiento de 20% anual, lo que podría llegar a representar aproximadamente 50% del PIB. Actualmente las opciones de inversión de los Administradores de Fondos del Ahorro para el Retiro (AFORES) son muy restringidas. Éstos sólo pueden invertir en instrumentos de deuda que, en su mayor parte, deben estar en deuda del sector público y en pesos (Banco Mundial, 2003c). En otras palabras, los fondos de pensiones no están autorizados para invertir en acciones.

En Perú los inversionistas institucionales más importantes son los cuatro fondos de pensiones privados. En diciembre de 2003 las acciones representaron 42% de los recursos bajo su administración. Se estima que esta es la proporción más alta en América Latina. La ley les permite invertir hasta 35% de los recursos en acciones, incluso en el exterior. Perú ha adoptado, empero, un nuevo reglamento similar al de Chile, moviéndose bajo un techo global de 35% para inversiones en acciones destinadas a tres tipos de fondos con riesgos diversificados y límites de 10, 40 y 80% (OCDE, 2004).

En Colombia, El Salvador, México y Uruguay no está permitida la inversión en el extranjero por parte de los fondos de pensiones, y, además, a sus inversiones en pasivos gubernamentales se les imponen valores mínimos. (De la Torre y Schmukler, 2004). Aunque no haya restricción para la inversión en acciones, suelen preferir orientar sus recursos a la compra de bonos gubernamentales. En Colombia, por ejemplo, el límite legal para las inversiones en acciones es 30%, pero éstas sólo tienen lugar en una pequeña proporción (Banco Mundial, 2003b). Otros países latinoamericanos que promovieron reformas al sistema de fondos de pensiones en el período 1996-1998 fueron Bolivia, El Salvador y Uruguay.

Brasil no ha llevado a cabo una reforma del sistema de pensiones, aunque los fondos de pensiones representan una porción significativa de los inversionistas institucionales. A fines de 2003 tenían cerca de 74,8 mil millones de dólares en activos, y 26,7% de ese monto estaba invertido en acciones. La legislación brasileña restringe a 35% las inversiones en acciones por parte de los fondos de pensiones. Sin embargo, este límite puede llegar a 45% en el caso de empresas cotizadas en el mercado de prácticas diferenciadas de la Bolsa de São Paulo (BOVESPA) en Nivel 1, y a 50% en Nivel 2 y Nuevo Mercado (OCDE, 2004). Las inversiones en acciones de los fondos de pensiones corresponden a 9% del total de la capitalización de BOVESPA.<sup>5</sup> Su participación en el mercado de capitales brasileño está muy concentrada. En diciembre de

<sup>5</sup> Capaul (2004) indica que la participación de los fondos de pensiones en la capitalización de mercado es de 7% en Chile y de 13% en Perú.

2003 el mayor fondo (PREVI) representaba 56% de las participaciones accionarias de los fondos de pensiones. Excluyendo a PREVI, la participación de las acciones en la cartera de éstos alcanza tan solo 14,6%.

## **8. Prácticas de gobernabilidad corporativa en América Latina**

### *8.1 La composición del consejo de administración*

La composición de los consejos de administración es uno de los temas centrales de la gobernabilidad corporativa. En la mayoría de las economías en desarrollo las compañías siguen el modelo parlamentario de los consejos de administración, en el que los consejeros representan a quienes los eligen y no al total de los accionistas. En la práctica esto significa que los consejos están dominados por los accionistas mayoritarios. Por esta razón los legisladores en América Latina han establecido dos mecanismos para enfrentar este problema: a) un porcentaje mínimo de directores independientes en el consejo de administración; b) la representación proporcional que concede el derecho a nombrar un miembro del consejo de administración a los accionistas que poseen un determinado porcentaje de acciones. La votación acumulativa se ha usado en Perú, Bolivia, Chile y Brasil para fortalecer a los accionistas minoritarios (Capaul, 2003).

Como la propiedad familiar aun es la regla común, en México la designación de los consejeros es en gran medida una decisión de familia. La estructura piramidal de propiedad, por lo demás, hace que algunos empresarios participen en varios consejos de administración. Pero menos de 25% de los gerentes generales de las 90 mayores compañías mexicanas ocupan también el cargo de presidente del consejo (*chairman*). Con todo, el fundador o miembro más antiguo de la familia (preferentemente un ex gerente general que todavía tiene vínculos con la empresa) ocupa el puesto de presidente del consejo, en tanto que un miembro más reciente desempeña la función de gerente general (Husted y Serrano, 2001).

Castañeda (2001) destaca la poca independencia de la composición del consejo frente a las familias controladoras. En un universo de 25 empresas que listaban sus acciones en la Bolsa de Valores de Nueva York en 1996, 35,2% de los consejeros pertenecían a la familia del presidente de la empresa, 38,7% eran directores de la misma compañía y 42,8% eran externos. Sólo en 20% de las empresas la mayoría de los consejeros eran externos, lo que no implica que fueran independientes, ya que podían estar relacionados con otras empresas del grupo económico. Según otra encuesta, de 90 empresas mexicanas analizadas, no menos de 53% de los consejeros eran altos ejecutivos de la firma o del grupo empresarial relacionado, o bien parientes (Husted y Serrano, 2001). La importancia relativa de los consejeros internos resulta aun mayor, puesto que no se ha tomado en cuenta la influencia de las relaciones políticas y de compadrazgo. Sin embargo, la nueva legislación promulgada en 2001 determina que 25% de los consejeros deben ser independientes. Según el Banco Mundial (2003b), 81% de las compañías informaron que tenían al menos 20% de consejeros independientes en 2001.

En Argentina, según la empresa de consultoría Spencer Stuart, en 1999 los consejeros independientes sólo constituyen 22% del consejo de administración (Etchart, 2000). Por otra parte, de un total de 103 compañías, 83% informan sobre el porcentaje de consejeros independientes. Para una muestra relativamente pequeña de 32 empresas, en 78% de ellas el gerente general y el presidente eran personas diferentes (Bebczuk, 2004).

En Brasil desde 1976 es obligatorio que las compañías abiertas tengan un consejo de administración. La legislación determina que el consejo esté formado por al menos tres miembros (Leal y Oliveira, 2002). Los accionistas que representan 15% del capital votante tienen derecho a elegir a un miembro del consejo de administración. A partir de 2006 los poseedores de 10% de acciones sin derecho a voto podrán igualmente designar a un consejero. Durante la transición habrán de elegir a uno de los tres candidatos propuestos por los accionistas controladores (Capaul, 2003).

En cuanto a la composición, la legislación brasileña permite que la misma persona pueda ocupar los cargos de gerente general y presidente. Se estima que 41% de los gerentes generales desempeñan simultáneamente la función de presidente, en tanto que en 72% de las compañías el gerente general es además miembro del consejo (Leal y Oliveira, 2002). Otro estudio elaborado por Schiehl y Santos (2004) indica que en 37% de los casos analizados los cargos de gerente general y presidente son ocupados por la misma persona. Es necesario apuntar, sin embargo, que aunque esos cargos sean ejercidos por personas distintas, en muchas ocasiones éstas tienen lazos familiares. Si se tiene en cuenta esta circunstancia el valor alcanza a aproximadamente 50%.

Dutra y Saito (2001) clasifican a 1.058 consejeros de 142 empresas listadas en bolsas de valores en Brasil en 1999, y concluyen que 49% de los consejeros representaban a los accionistas controladores; 10% eran consejeros "internos" (profesionales que participan simultáneamente del consejo y de la dirección de la empresa); 20% eran consejeros "afiliados",<sup>6</sup> y el 21% eran consejeros "independientes" (profesionales sin vínculo visible con la compañía o sus controladores), aunque no había ninguna seguridad de que todos los consejeros de este tipo fueran realmente independientes. Los autores señalan que sólo 11% de la muestra exhibe un consejo de administración cuyos miembros independientes son al menos la mitad.

Mendes-da-Silva y Magalhães F. (2004) analizan la evolución del grado de independencia del presidente en 176 empresas brasileñas entre 1997 y 2001. Contra la expectativa de observar un aumento gradual de la independencia del consejo, por efecto de la creciente valorización de las buenas prácticas de gobernabilidad corporativa,

---

<sup>6</sup> Se define como consejero "afiliado" a un profesional que presente alguna de las siguientes características: ex funcionario de la compañía o grupo controlador; funcionario o beneficiario de una entidad de previsión social patrocinada por la propia compañía; representante electo por los funcionarios; empleado de la dirección sin cargo; ex integrante del gobierno o de alguna compañía estatal que posea o participe en el control; director o consejero de empresa controlada o coligada.

lo que se verificó fue más bien una reducción de 53,3% (1997) a 48,2% (2001). Los autores observan, asimismo, que el grado de diversificación de productos es mayor en empresas que tienen un presidente independiente, adoptan un esquema de participación en las ganancias y exhiben un consejo de administración de mayor magnitud.

El problema de representatividad del consejo de administración es más grave en el caso de los conglomerados. En éstos la designación del directorio de las compañías que lo integran obedece siempre a una lógica de grupo, la que deja a los socios minoritarios escasamente representados. Al analizar la estructura de los grupos económicos en Chile, Majluf y otros (1999) observan que, de los 141 puestos a cubrir en los consejos de administración del conjunto de empresas analizadas, 121 (86%) correspondían a posiciones controladas por el grupo, mientras que el resto de las vacantes serían cubiertas por socios estratégicos, en su mayoría de origen extranjero. También destaca el hecho de que un mismo individuo participe en los consejos de administración de diversas compañías del grupo en representación de sus dueños.

Lefort y Walker (2004) presentan datos muy interesantes sobre la composición de los consejos de administración en Chile. Tomando como base 106 empresas, nunca se da el caso de que la persona del presidente y la del gerente general coincidan. Pero, en 26 casos (40% de las respuestas), el presidente o el gerente general era miembro de la familia controladora. Más aún, en 63 oportunidades (79%) el presidente no era independiente. En cuanto a la composición del consejo, 41 compañías (68%) afirmaron que tenían por lo menos un consejero independiente. Sin embargo, en 17 casos (41%) los consejeros independientes corresponden a menos de 20% del número de miembros. En otros nueve casos (22%) ese porcentaje se encuentra entre 21% y 40%. Sólo en cinco empresas el porcentaje de consejeros independientes es superior a 80%.

En Colombia los consejeros se eligen mediante el sistema de “cociente electoral”, el cual fue inventado para proporcionar un grado de representación proporcional en los consejos de administración y proteger a los accionistas minoritarios. Sin embargo, en la práctica éstos rara vez tienen éxito para elegir a un miembro del consejo, porque la estructura de propiedad de la mayoría de las compañías es tan concentrada que el sistema de coeficiente electoral no funciona (Capaul, 2003). Una encuesta de la Confederación de Cámaras de Comercio (Confecámaras) elaborada en 2001 revela que la independencia de los consejeros es casi inexistente, ya que casi todos los que no son ejecutivos están ligados al accionista controlador por intermedio de la compañía matriz, del Estado o de la familia (Pombo, Gutiérrez y Taborda, 2004). Según Banco Mundial (2003a), el concepto de “consejero independiente” está ausente en el aparato legal y regulatorio de Colombia. Algunas empresas de primera clase (*blue chips*) tienen consejeros llamados independientes, pero se trata de amigos de los accionistas mayoritarios, cuya elección ocurre sin la participación de los accionistas minoritarios, a menos que los acuerdos entre accionistas especifiquen la representación de éstos en el consejo. En Panamá y Perú no hay ningún dispositivo legal para exigir la presencia de consejeros independientes.

## 8.2 *Función y formalidad de los procesos del consejo de administración*

Otros dos aspectos relativos al consejo de administración conciernen a la efectividad y el formalismo de sus procesos, condiciones que no están del todo disociadas de su composición. Husted y Serrano (2001) advierten que no se pudo verificar si los consejos de administración en México eran efectivos en la toma de decisiones o sólo tenían un carácter protocolar, ya que las atribuciones de los consejeros tienden a ser menores que en otros países. Por una parte son responsables de contratar y despedir a los gerentes, pero por otra parte no inciden en las decisiones estratégicas de éstos ni en su remuneración. La evaluación implícita es que los consejos de administración no actúan de manera eficiente.

Acerca de la actuación del consejo de administración, McKinsey y Korn/Ferry International (2001) destacan que los “acuerdos de accionistas”, en varios casos en Brasil, funcionan como la instancia decisoria en los temas más importantes. Además, la nueva ley brasileña de mercados de capitales determina que los consejeros están obligados a votar en conformidad con los términos del acuerdo de los accionistas que los eligieron. El presidente no puede computar votos que desobedecen el acuerdo de los accionistas (Gorga, 2004). Por otra parte, en las subsidiarias de algunas multinacionales hay *phantom boards* (consejos que existen porque así lo demanda la ley, pero no tienen responsabilidades efectivas). La matriz toma las decisiones más importantes de estrategia y de operaciones de negocios. Analizando la experiencia colombiana, Banco Mundial (2003a) concluye que los consejos de administración son por lo general tan solo *rubber stamp bodies*, o sea, entidades que refrendan las decisiones sin discusión.

González y Garay (2004) analizan 51 empresas en Venezuela en el período 1984-2002 y concluyen que la salida de gerentes generales y consejeros está positivamente relacionada con malos resultados financieros. En general, cuando el gerente general sale de la empresa también lo hacen algunos consejeros. Estas evidencias empíricas son consistentes con la idea de que los consejeros en Venezuela cumplen un papel principalmente de asesoría y no de supervisión del gerente general.

Una última característica a analizar es el grado de formalidad de los procesos. El Instituto Brasileño de Gobernabilidad Corporativa muestra que 81% de las empresas no cuenta con reglamentos internos que definan la función y responsabilidades de los consejeros (Leal y Oliveira, 2002). La estructura de los consejos de administración es predominantemente informal. De acuerdo con McKinsey y Korn/Ferry International (2001), en Brasil sólo 11% de los consejeros entrevistados estima que los procesos están bien definidos. Otra investigación apunta que sólo en 36,5% de las empresas brasileñas las prácticas de gobernabilidad corporativa se encuentran plenamente formalizadas, incluidas las reglamentaciones para el consejo de administración (Andrade y Rossetti, 2004). Sobre la base de una investigación de 1999, Etchart (2000) señaló que en Argentina 44% de los consejos de administración carecen de comités, aun de auditoría.

Cambios recientes en la legislación han tratado de revertir la informalidad de los procesos de los consejos de administración, particularmente por medio de la constitución de comités de auditoría. En México la nueva ley de mercados de capitales de 2001, cuyo objetivo es mejorar la transparencia, establece la exigencia de un comité de auditoría y de una mayoría de consejeros independientes. Una de las principales motivaciones es asegurar tanto la supervisión de las transacciones con las partes relacionadas como su información al consejo (Martínez y Werner, 2002). Las compañías mexicanas están procurando cumplir con el requisito del comité de auditoría. En 2001, por ejemplo, 58% de las compañías informaron que el jefe del comité de auditoría era independiente, en comparación con 26% del año 2000 (Banco Mundial, 2003c).

En Chile Lefort y Walker (2004) registran que 76 compañías (72%) declararon tener un comité de auditoría. Del total general, los consejeros independientes corresponden a cero (30%), 1/3 (20%) o 2/3 (36%) de las respuestas. La existencia del comité de auditoría representa un avance: en 87 empresas (85%) no hay otro comité formado en el consejo de administración. En Colombia las compañías han avanzado merced a la creación de los comités de auditoría, pero aún son pocos los participantes de estos comités que puedan ser considerados independientes (Pombo, Gutiérrez y Tabora, 2004). Según la evaluación de Capaul (2003) los comités de auditoría aún no cumplen adecuadamente la función de supervisión del proceso en la mayoría de los países latinoamericanos.

### 8.3 *Códigos de buenas prácticas de gobernabilidad corporativa y transparencia*

En las prácticas de gobernabilidad corporativa, la transparencia y el tratamiento que se da a los accionistas minoritarios están relacionados con las políticas públicas, ya que dependen del aparato legal y del funcionamiento del sistema jurídico de cada país. Con motivo de la crisis de confianza en los registros contables de las grandes empresas, Estados Unidos promulgó la ley Sarbanes-Oxley, la cual afecta igualmente a empresas latinoamericanas que emiten ADR.

Por efecto del sistema legal las empresas tienen un carácter discrecional con respecto a diversos temas de la gobernabilidad corporativa. Un claro ejemplo es Brasil, donde sólo entre 9 y 11% de las compañías tienen un consejo de administración con al menos 50% de miembros independientes (Andrade y Rossetti, 2004). Es decir, aunque la legislación no lo exija y por un tema de imagen o por posibles impactos en la valoración de las acciones, las empresas pueden aumentar el porcentaje relativo al *tag along*, así como extender este derecho a otras clases de acciones.

Cabe resaltar que un mejor tratamiento a los accionistas minoritarios y el aumento de la transparencia en las decisiones, muchas veces es el resultado de las presiones de inversionistas internacionales orientadas a mejorar las prácticas de gobernabilidad corporativa. Según Kenyon (2004) en Brasil los reguladores no tienen fuerza para hacer obligatorias algunas medidas que solamente pueden ser introducidas de forma voluntaria por las empresas.

La proliferación de los “códigos de buenas prácticas corporativas”, por lo general a consecuencia de iniciativas de las bolsas de valores o de los gobiernos, favorece la convergencia de los patrones de gobernabilidad corporativa con el patrón anglosajón. Los países latinoamericanos se encuentran rezagados respecto de esta tendencia mundial. Aguilera y Cuervo-Cazurra (2004) muestran que en el período 1978-1999 se emitieron 72 códigos de buenas prácticas corporativas en 24 países. De América Latina sólo México y Brasil figuraban entre éstos. En enero de 2003 ya habían adoptado un código de gobernabilidad corporativa 43 países, entre éstos México, Brasil, Colombia y Perú (Capaul, 2004).

En 1999 la Bolsa Mexicana de Valores (BMV) publicó el Código de Mejores Prácticas Corporativas que, entre otras cosas, destaca la importancia de tener consejeros independientes (por lo menos 20% de los miembros) y oportunamente informados. Junto con valorar la función estratégica del consejo de administración, dicho código alienta a las compañías a dar cuenta del grado de adhesión a tales prácticas en sus informes anuales. Desde enero de 2001 la Comisión Nacional Bancaria y de Valores (CNBV) obliga a toda compañía listada a hacer explícita anualmente su adecuación al código (Husted y Serrano, 2001). En Brasil un primer código similar fue promulgado igualmente en 1999.

Desde entonces algunos países de la región han establecido códigos de buenas prácticas corporativas, como Colombia en 2001. En Perú un código voluntario fue implantado en 2002. Incorpora recomendaciones generales para las funciones y organización del consejo de administración, así como disposiciones dirigidas a la protección de los derechos de los inversionistas minoritarios. Desde 2005 las compañías listadas debieron de explicitar en el informe anual su adhesión al código por medio de la fórmula “cumpla o explique” (Banco Mundial, 2004b). En Panamá el código entró en vigor en 2005, y emplea igualmente el procedimiento de “cumpla o explique”.

En Brasil BOVESPA resolvió adoptar en 2001 un modelo de mercado conducido por reglas diferenciadas, según los esquemas implantados en Alemania (*Neuer Markt*), Francia (*Nouveau Marché*), Inglaterra (*TechMark*) e Italia (*Nuovo Mercato*). Se lo denominó Nuevo mercado, nivel 1 y nivel 2 de nuevas prácticas de gobernabilidad corporativa. Las compañías de “nivel 1” se comprometen principalmente con el mejoramiento del suministro de información al mercado y con la dispersión accionaria. Para la clasificación como compañía de “nivel 2”, además de la aceptación de las obligaciones del nivel 1, la empresa y sus controladores asumen un conjunto más amplio de prácticas de gobernabilidad corporativa y de derechos para los accionistas minoritarios, entre ellos el recurso a la Cámara de Arbitraje para la solución de conflictos. La entrada de una empresa en el Nuevo mercado implica su sujeción a un conjunto de reglas más estrictas que las de la legislación brasileña corriente. La principal innovación del Nuevo mercado con respecto a la legislación regular es la prohibición de emitir acciones preferenciales. En los tres niveles del listado diferenciado de BOVESPA resulta visible el propósito de asegurar el suministro de información (*disclosure*). Una ventaja para las compañías listadas en el Nuevo mercado es que los fondos de pensiones pueden invertir en éstas hasta 50% de sus recursos, en contraste con el límite

de 35% para otras empresas. En enero de 2005, solamente 33 empresas adhirieron a las reglas del nivel 1, siete a las del nivel 2 y otras siete a las del Nuevo mercado.

A pesar del mayor interés voluntario por las buenas prácticas de gobernabilidad corporativa, el tratamiento de los accionistas minoritarios y de los acreedores no cesa de ofrecer problemas en América Latina. De acuerdo con Shleifer y Vishny (1996), el hecho de que las acciones con derecho a voto sean transadas con un alto premio respecto de las acciones sin derecho a voto, pone en evidencia los beneficios privados del control logrado a expensas de los accionistas minoritarios. En el caso brasileño, Dutra y Saito (2001) muestran datos sobre algunos premios por pagos a compradores de bloques de acciones que confieren el poder de control, en contraste con el valor de mercado de esos papeles antes de la venta. De las nueve empresas consideradas que transfirieron sus controles entre 1993 y 1998, el premio varió entre 82% y 817%. En Chile, sobre la base de 23 casos observados, se estimó una variación del premio de control de 0 a 234% y un promedio de 33% (Agosin y Pastén, 2001).

En cuanto a la transparencia, hay un cierto consenso en la necesidad de mejorar las informaciones disponibles sobre la estructura de propiedad y las partes relacionadas. América Latina también ha tenido sus escándalos financieros; sorprendentemente los dos mayores involucran a subsidiarias de empresas multinacionales: Bombril (compañía brasileña controlada por la Cirio, de Italia) y Parmalat (Italia).

En realidad, las empresas se muestran preocupadas e interesadas en mejorar su imagen corporativa. Dos estudios recientes que intentan estimar y analizar indicadores de gobernabilidad corporativa, deducen que la “mejor parte” de ésta en Chile y Brasil tiene relación con la transparencia. Para el primer caso, en un total de 106 compañías, considerando un valor máximo de 7, el índice medio fue de 4,12 (o 59%), de acuerdo con Lefort y Walker (2004). Los autores también presentan los resultados de subíndices: principios generales (2,63 o 38%), gerencia y consejo de administración (4,54 o 65%), accionistas (4,18 o 60%), transparencia e información (5,14 o 73%). Conviene destacar que el subíndice de mejor resultado fue transparencia e información.

Para Brasil, el índice desarrollado por Leal y Carvalhal-da-Silva (2004) comprende 24 elementos que están agrupados en cuatro subíndices: transparencia; composición y funcionamiento del consejo de administración; ética y conflicto de intereses; derechos de los accionistas. El índice varía entre 0 y 24; cada subíndice, entre 0 y 6. El índice general medio fue equivalente a 10 (o 42%) y los subíndices tuvieron los siguientes puntajes: transparencia (4 o 67%), composición y funcionamiento del consejo de administración (2 o 33%), ética y conflicto de intereses (2%) y derechos de los accionistas (2%).<sup>7</sup> En Chile las compañías muestran un desempeño superior en

---

<sup>7</sup> Silveira, Barros y Famá (2004) analizan 161 compañías no financieras listadas en BOVESPA. El índice medio de gobernabilidad corporativa fue estimado en 6,76 (solamente 34%, ya que el índice varía entre 0 y 20) y el máximo en 16 (80%). Los autores indican que el nivel de gobernabilidad corporativa es tanto peor cuanto mayor es el poder del accionista mayoritario en términos de derecho de voto

transparencia en comparación con otros temas de gobernabilidad corporativa. En resumen, si bien las empresas parecen aptas para los cambios sugeridos con el fin de mejorar algunas prácticas de gobernabilidad corporativa, se mantiene en lo esencial la estructura de propiedad altamente concentrada.

## 9. Consideraciones finales y recomendaciones de política

A modo de conclusión cabe desarrollar una respuesta a cinco interrogantes. La primera se relaciona con las semejanzas entre los países latinoamericanos respecto del modelo de gobernabilidad corporativa. Son muy similares en lo que se refiere al tipo de control (interno), la estructura concentrada de la propiedad, la superposición de propiedad y gestión, la separación entre los derechos de voto y los derechos a flujo de caja, la escasa influencia de los consejeros independientes, la débil legislación de protección a accionistas minoritarios y acreedores, y el predominio de conflictos de expropiación (véase el cuadro III.5). Esta situación es muy distinta de la que presentan aquellos países que se caracterizan por la separación entre propiedad y gestión, de la que resulta el conflicto clásico de agencia. De hecho, América Latina está más próxima al modelo de gobernabilidad corporativa italiano que a otros como el anglosajón, el alemán o el japonés.

La segunda cuestión se refiere a las diferencias. Con respecto a la estructura de capital quizá la diferencia más significativa tiene relación con la participación accionaria cruzada, la que es frecuente al menos en México y Perú, pero está prohibida en Argentina, Brasil y Chile. Sin embargo, no se debe exagerar la importancia de esta diferencia, ya que la utilización de mecanismos, como diferentes clases de acciones o pirámides, tienen un efecto similar al de las acciones cruzadas. Todos permiten que el poder de control del accionista mayoritario, combinado con una alta concentración de la propiedad, no menos que con una fuerte separación entre el derecho a voto y el derecho a flujo de caja, reduzcan la posibilidad de *take overs* hostiles.

Otra diferencia significativa concierne a la importancia relativa de los fondos de pensiones. Mientras que este tipo de inversionistas institucionales tiene gran influencia en Chile, en la gran mayoría de los países de América Latina resultan aun pequeños, pese al crecimiento exhibido. Brasil figura en una posición intermedia. En general, ya sea por limitaciones de la regulación, ya por alta aversión al riesgo, los fondos de pensiones en América Latina invierten poco en acciones, con excepción de Perú y Brasil. Este tipo de inversionista adquiere un creciente poder de influir sobre cambios en el modelo de gobernabilidad corporativa. De forma genérica se estima que Chile aventaja además a las otras naciones de la región en aspectos como seguridad jurídica, respeto a las normas, positivo ambiente macroeconómico y de negocios. Esto

---

y de disparidad entre éste y el derecho sobre el flujo de caja. Por otra parte, el nivel de gobernabilidad corporativa mejora en empresas grandes, emisoras de ADRs y con mejor desempeño financiero. La adhesión a los niveles diferenciados de gobernabilidad corporativa de BOVESPA parece no tener influencia en la gobernabilidad corporativa estimada por los autores.

puede observarse en la última columna del cuadro III.8. Chile aparece algunas veces como una excepción al comparar con el patrón predominante latinoamericano.

La tercera pregunta se refiere a las diferencias con respecto a estas tres dimensiones que, por cierto, están interconectadas: estructura de propiedad, prácticas de gobernabilidad corporativa y políticas públicas. En las prácticas de gobernabilidad corporativa, por ejemplo, el tratamiento de los accionistas minoritarios y la transparencia están relacionados con las políticas públicas, ya que dependen del aparato legal y del funcionamiento del sistema jurídico de cada país. Del mismo modo, la estructura de propiedad es determinante del funcionamiento del consejo de administración. En el pasado reciente se dieron avances parciales en las políticas públicas, ya que se promulgaron nuevas leyes de SA y de quiebras en varios países de la región. No obstante, esas leyes han sido criticadas por no avanzar suficientemente en la protección del derecho de los accionistas y de los acreedores. En este sentido, el cambio fue tan solo el “posible” de acuerdo con la legislación. En honor a la verdad, una evaluación más crítica de la nueva legislación brasileña de SA debería sostener que en ella tan solo se adoptaron medidas paliativas.

El mejoramiento en materia de prácticas de gobernabilidad corporativa también resulta parcial: si bien las empresas están cada vez más preocupadas por su imagen, por la divulgación de información y por la transparencia, pocas son las que han aceptado realizar los cambios más sustantivos. Los consejos de administración, por ejemplo, continúan teniendo pocos miembros independientes. Otra situación reveladora es el hecho de que, en Brasil, pese a que las empresas deben emitir únicamente acciones con derecho a voto para poder ser parte del Nuevo mercado, hasta enero de 2005 sólo siete lo habían hecho. En suma, aunque hay avances parciales en las prácticas de gobernabilidad corporativa, en la estructura de control no se comprueban cambios relevantes. Por el contrario, hay indicios de que la concentración está aumentando en algunos países.

La cuarta cuestión es la situación con respecto a la dicotomía entre convergencia y dependencia de trayectoria. Diversos países de la región promulgaron nuevas leyes, ampliando los derechos de los accionistas minoritarios. Las empresas voluntariamente se comprometieron con algunos puntos de los códigos de buenas prácticas de gobernabilidad corporativa. Por otra parte, las reformas han sido puntuales y no han alterado el patrón histórico de lentitud en la operación del sistema jurídico, muy arraigado en países con sistemas legales inspirados en la tradición francesa. Las familias controladoras no tienen interés en que cambie la estructura de propiedad. Ni siquiera la emisión de ADR ha sido suficientemente fuerte para modificar la composición de los consejos de administración. No sólo es lenta la convergencia legal, también lo es la funcional. Por muy decisivos que sean los factores que inducen una convergencia en dirección del modelo anglosajón de gobernabilidad corporativa, el cambio es lento, la inercia, la dependencia de trayectoria, no resultan fáciles de superar.

De hecho, las divergencias entre los modelos de gobernabilidad corporativa en América Latina y en Estados Unidos se tornan evidentes si tomamos en consideración el tratamiento de los escándalos corporativos. Como ya se ha mencionado, la serie de escándalos financieros de empresas estadounidenses fue un factor de estímulo

**Cuadro III.8**  
**CARACTERÍSTICAS DEL SISTEMA LATINOAMERICANO**  
**DE GOBERNABILIDAD CORPORATIVA**

Dimensiones	Características	América Latina y Caribe	Principales excepciones
Estructura de propiedad	Tipo de sistema	Control interno	
	Forma de apalancamiento de recursos	Débito	
	Foco de la gobernabilidad	Familia	
	Control accionario	Concentrado (familia)	
	Propiedad y gestión	Superposición	
	Distintas clases de acciones	Frecuente	Argentina, Chile y Colombia
	Utilización de pirámides	Muy frecuente	
	Participación de acciones cruzadas	Poco frecuente	México y Perú
	Importancia de los fondos de pensiones	Baja y creciente	Chile
	Privatización de los sistemas de fondos de pensiones	Muy frecuente a partir de 1993	Brasil
	Inversiones de los fondos de pensiones en acciones	Baja	Perú y Brasil
	Conflicto típico	Expropiación	
	Tamaño relativo del mercado de capitales	Bajo	Chile, Jamaica, Trinidad y Tobago
Prácticas de gobernabilidad corporativa	Número de empresas listadas en bolsas de valores desde 1990	Reducción	Chile, Colombia y Trinidad y Tobago
	Liquidez del mercado de capitales	Baja	
	Frecuencia de la negociación de los derechos de propiedad y control	Baja	
	Importancia de los consejeros independientes	Baja	
	Papel del consejo de administración	Protocolar	
	Procesos del consejo de administración	Informal con creciente uso del comité de auditoría	

*(Continúa)*

**Cuadro III.8** (continuación)  
**CARACTERÍSTICAS DEL SISTEMA LATINOAMERICANO  
 DE GOBERNABILIDAD CORPORATIVA**

<b>Dimensiones</b>	<b>Características</b>	<b>América Latina y Caribe</b>	<b>Principales excepciones</b>
	Código de buenas prácticas de gobernabilidad corporativa	Poco frecuente	México, Brasil, Perú, Colombia y Panamá
	Transparencia	Mejoramiento significativo	
Políticas públicas	Leyes de protección a los accionistas minoritarios	Débil	Chile y Argentina
	Nueva ley del mercado de capitales	Muy frecuente a partir de 2000	Colombia
	Leyes de protección a acreedores	Débil	Ecuador
	Fecha de la nueva ley de quiebras	Varios casos dispersos en el tiempo	
	Actuación de los órganos de control del mercado de capitales	Cierta dificultad en recaudar multas	Chile, Colombia y Perú

*Fuente:* Elaboración propia.

para un mayor debate sobre la gobernabilidad corporativa. En América Latina el número de escándalos financieros parece menos abultado o tal vez alcanza menor repercusión en la prensa. Dos factores contribuyen claramente a esta situación: a) el menor valor bursátil de los mercados de capitales en Latinoamérica, y b) la estructura patrimonial concentrada. Es muy difícil imaginar una “revuelta de accionistas” cuando los mayoritarios dominan totalmente las decisiones de las empresas, al controlar no solamente la gestión ejecutiva sino asimismo el consejo de administración y al poseer la fuerza sustancial para impedir cambios más radicales en la legislación de SA. Por ello se estima que la creciente importancia de los fondos de pensiones tornará más factible la presión sobre los accionistas mayoritarios.

El quinto aspecto se refiere a las recomendaciones de política. Por una parte, el diagnóstico desarrollado en este capítulo aborda una serie considerable de aspectos que deberían recibir mayor atención de los formuladores de políticas o *policy makers* latinoamericanos. Puesto que no es posible enfrentar todos los problemas simultáneamente, se vuelve necesario definir algunas prioridades que pueden dividirse principalmente en dos tipos: a) medidas dirigidas a mejorar el marco institucional ya existente; b) medidas cuyo objetivo sea implantar reformas estructurales.

Para mejorar el marco institucional ya existente resulta esencial aumentar los recursos financieros y humanos de que disponen los órganos encargados de controlar el mercado de capitales. En el mismo sentido, se requiere mejorar el desempeño del sistema judicial. La lentitud típica de éste en América Latina se torna crecientemente incompatible con la velocidad de interrelación de los mercados de capitales. Igualmente recomendable es que los fondos de pensiones se vean reforzados en por lo menos tres sentidos: a) ampliación del volumen de los recursos administrados; b) mayor destinación de éstos hacia los mercados de capitales; c) inducción a su actuación como inversionistas activos orientados a generar beneficios a los demás accionistas minoritarios.

Un segundo tipo de medidas necesarias para mejorar las estructuras conciernen, entre otras, a una nueva serie de legislaciones de SA que concedan mayores garantías y poderes a los accionistas minoritarios. Tal vez aprovechando la importancia de la ley Sarbanes-Oxley (y también la de sus críticas), se trata de avanzar significativamente. Con todo, en este momento la eliminación de las distintas clases de acciones parece ser inviable. Se debe poner especial atención, por consiguiente, en la conexión entre empresas controladas y relacionadas, en la participación accionaria cruzada, no menos que en las estructuras piramidales. En el largo plazo ha de desestimularse este tipo de mecanismos, lo que contribuiría a mejorar la transparencia de las decisiones gerenciales y, en consecuencia, a disminuir los riesgos de expropiación de los accionistas minoritarios. Por último, cualquier cambio significativo en relación con la gobernabilidad corporativa en América Latina requiere de drásticas modificaciones en el sistema jurídico, cuyos beneficios evidentemente no se restringen a la gobernabilidad corporativa.

La noción de la dependencia de trayectoria implica una connotación de inercia de las instituciones. El tenerla en consideración ayuda a comprender los enormes obstáculos que es preciso superar en relación con la gobernabilidad corporativa en América Latina. Infortunadamente en la actualidad no se observa un sentido de urgencia para enfrentar tales obstáculos, así por parte de los gobiernos como por parte de las élites empresariales. Por ello, el primer aspecto que requiere ser modificado es el ritmo de los cambios, ya que suele parecer más prudente progresar mediante avances parciales, como ha ocurrido hasta ahora. Lo que hace falta, por tanto, es que esos avances sean más frecuentes y ocurran de forma más articulada.

## **Bibliografía**

- Aganin, A. y P. Volpin (2003), "History of Corporate Ownership in Italy", Finance Working Paper, 17, Bruselas, European Corporate Governance Institute.
- Agosin, M.R. y E. Pastén (2001), *Corporate Governance in Chile*, París, OECD Development Centre.
- Aguilera, R.V. y A. Cuervo-Cazurra (2004), "Codes of Good Governance Worldwide: what is the trigger?", *Organization Studies*, Vol. 25, Nº 3, pp. 415-443, Thousand Oaks, California.

- Andrade, A. y J. P. Rossetti (2004), *Governança corporativa: fundamentos, desenvolvimento e tendências*, São Paulo, Atlas.
- Aprada, R. (2000), *Corporate Governance in Argentina 1991-2000*, Córdoba, Asociación Argentina de Economía Política.
- Babic, V. (2003), *Corporate Governance Problems in Transition Economies*, Winston-Salem, Wake Forest University (Social Science Research Seminar).
- Banco Mundial (2002), *Insolvency and Creditor Rights System: Argentina*, Report on the Observance of Standards and Codes, Washington D.C.
- . (2003a), *Corporate Governance Country Assessment: Colombia*, Report on the Observance of Standards and Codes, Washington D.C.
- . (2003b), *Corporate Governance Country Assessment: Mexico*, Report on the Observance of Standards and Codes, Washington D.C.
- . (2004a), *Corporate Governance Country Assessment: Panama*, Report on the Observance of Standards and Codes, Washington D.C.
- . (2004b), *Corporate Governance Country Assessment: Republic of Peru*, Report on the Observance of Standards and Codes, Washington D.C.
- . (2004c), *Insolvency and Creditor Rights: Chile*, Report on the Observance of Standards and Codes, Washington D.C.
- Battaglion, M.R. y L. Tajoli (2000), *Ownership Structure, Innovation Process and Competitive Performance: the case of Italy*, Milan, Centre for Research on Innovation and Internationalisation Processes (Working Paper, 120).
- Bebczuk, R.N. (2004), "Corporate Governance and Performance in Argentina", Buenos Aires, Center for Financial Stability (IADB Research Network Project, second draft).
- Becht, M., P. Bolton y A. Röell (2002), *Corporate Governance and Control*, Cambridge, National Bureau of Economic Research (Working Paper 9371).
- Berle, A. A. y G.C. Means (1987), *A Moderna Sociedade Anônima e a Propriedade Privada*, São Paulo, Nova Cultural.
- Capaul, M. (2003), *Corporate Governance in Latin America*, Washington D.C., Banco Mundial.
- Castañeda, G. (2001), *Corporate Governance in Mexico. The Latin American Corporate Governance Roundtable*, São Paulo, Banco Mundial / OECD Global Corporate Governance Forum.
- De la Torre, A. y S. Schmukler (2004), *Whiter Latin American Capital Markets?*, Washington D.C. Banco Mundial.
- Dennis, D. K. y J. J. McConnell (2003), "International Corporate Governance", Finance Working Paper, 5, Bruselas, European Corporate Governance Institute.
- De Michele, R. (2001), *Corporate Governance: an introduction to the Argentine Case*, París, OECD Development Centre- Informal Workshop on Corporate Governance in Developing Countries.
- Dutra, M.G.L. y R. Saito (2001), "Conselho de Administração; análise de sua composição em um conjunto de companhias abertas brasileiras", 25º ENANPAD, Campinas, ANPAD.

- Escobar R. (2001), "Corporate Governance in Chile: new developments", *The Second Meeting of the Latin American Corporate Governance Roundtable: Shareholder Rights and Equitable Treatment*, Buenos Aires, OCDE / Banco Mundial.
- Etchart, A. (2000), *Situación de los directorios argentinos*, São Paulo, Spencer Stuart.
- Fernández, J. W. y otros (2001), "Corporate Caveat Emptor: minority shareholder rights in Mexico, Chile, Brazil, Venezuela and Argentina", *Inter-American Law Review*, Vol. 32, pp. 157-217, Miami.
- Gradilone, C. (2001), "Semente da Mudança", *Exame*, Vol. 35, Nº 751, São Paulo.
- González, M. y U. Garay (2004), "CEO and Director Turnover in Venezuela", IADB Research Network (second draft), Caracas, Instituto de Estudios Superiores de Administración.
- Gorga, E. (2004), "A Cultura Brasileira como Fator Determinante na Governança Corporativa e no Desenvolvimento do Mercado de Capitais", *Revista de Administração*, Vol. 39, Nº 4, pp. 309-326, São Paulo.
- Gutiérrez, L.H. y C. Pombo (2004), "Corporate Ownership and Governance in Colombia", IADB Research Network (first draft), Bogotá, Universidad del Rosario.
- Hitt, M.A., R.D. Ireland y R.E. Hoskisson (2001), *Strategic Management: competitiveness and globalization*, Cincinnati, South-Western College.
- Husted, B.W. y C. Serrano (2001), *Corporate Governance in México*, Monterrey, Instituto Tecnológico y de Estudios Superiores de Monterrey.
- Iglesias-Paláu, A. (2000), "Pension Reform and Corporate Governance: Impact in Chile", *ABANTE*, Vol. 3, Nº 1, pp. 109-141, Santiago.
- Isaksson, M. y M. Lubrano (2003), "White Paper on Corporate Governance in Latin America", *Fourth Meeting of the Latin American Corporate Governance Roundtable*, Santiago, OCDE / Banco Mundial.
- Kenyon, T. (2004), *Constructing Corporate Governance in Brazil, Chile & Mexico*, Princeton, Princeton University.
- Klapper, L. y I. Love (2002), "Corporate Governance, Investor Protection, and Performance in Emerging Markets", Banco Mundial, Working Paper 2818, Washington D.C., Banco Mundial.
- La Porta, R., F. López-de-Silanes y A. Shleifer (1999), "Corporate Ownership Around the World", *Journal of Finance*, Vol. 54, Nº 2, pp. 471-517, Malden.
- Leal, R.P.C y C.L. Oliveira (2002), "An evaluation of board practices in Brazil Corporate Governance", *Corporate Governance: International Journal of Business in Society*, Vol. 2, Nº 3, pp. 21-25, Bradford.
- Leal, R.P.C. (2004), "Governance Practices and Corporate Value: a recent literature survey", *Revista de Administração*, Vol. 39, Nº 4, pp. 327-337, São Paulo.
- Leal, R.P.C. y A. Carvalhal-da-Silva (2004), "Corporate Governance and Value in Brazil (and in Chile)", IADB Research Network Project (second draft), Río de Janeiro, Coppead/UFRJ.
- Lefort, F. (2003), "Ownership Structure and Corporate Governance in Latin American Countries: an empirical overview", *White Paper on Corporate Governance in Latin America*, París, OCDE.

- Lefort, F. y E. Walker (2004), "The Effect of Corporate Governance Practices on Company Market Valuation and Payout Policy in Chile", IADB Research Network Project (first draft), Santiago, Pontificia Universidad Católica de Chile.
- Linneberg, D. y E. J. Waitzer (2004), "Corporate Governance Reforms in Chile", *IV Encuentro internacional de finanzas*, Santiago.
- López-de-Silanes, F. (2000), *Reforming and Deepening Mexico's Financial Markets*, Cambridge, Harvard University.
- . (2002), *NAFTA and Mexico's Reforms Protection on Investor*, New Haven, Yale University.
- Majluf, N. y otros (1998), "Governance and Ownership in Chilean Economic Groups", *Abante*, Vol. 1, N° 1, pp. 111-139, Santiago.
- Martínez, L. y A. Werner (2002), "Capital Markets in Mexico: recent developments and future challenges", *Estabilidad macroeconómica, mercados financieros y desarrollo económico*, México, D.F.
- McKinsey y Korn/Ferry International (2001), *Panorama de Governança Corporativa no Brasil*, São Paulo.
- Mendes-da-Silva, W. y P. A. O. Magalhães F. (2004), "Existe Alguma Associação entre Governança Corporativa e Diversificação da Firma? um estudo empírico com indústrias brasileiras", *XXVIII Encontro da ANPAD*, Curitiba.
- Mendes-da-Silva, W. y W.F.A. Moraes (2004), "Estratégia de Diversificação: evidências de implicações para o desempenho financeiro de indústrias brasileiras", *XVII Congresso Latino-Americano de Estratégia*, Itapema, Sociedade Latino-Americana de Estratégia.
- Naughton, A. (2002), *Corporate Governance: an international perspective*, Southcoast, Griffith University.
- OCDE (Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos) (2003), *White Paper on Corporate Governance in Latin America*, París, OCDE.
- . (2004), "The Legal, Regulatory and Institutional Framework for Enforcement Issues in Latin America: A comparison of Argentina, Brazil, Chile, Colombia and Peru", *The Fifth Meeting of the Latin American Corporate Governance Roundtable*, Río de Janeiro.
- Oliveira, C. (2000), "Avaliação das Boas Práticas de Governança Corporativa no Brasil", *Cadernos Discentes Coppead*, N° 3, pp. 18-31, Río de Janeiro.
- Oman, C. (2001), *Corporate Governance and National Development*, Technical Papers 180, París, OECD Development Centre.
- Pimenta, A.C. (2002), *Corporate Governance*, Minerva Papers, Washington D.C., School of Business and Public Management.
- Pombo, C., L.H. Gutiérrez y R. Tabora (2004), "Corporate Ownership and Governance in Colombia", IADB Research Network (second draft), Bogotá, Universidad del Rosario.
- Salomão, A. (2003), "Sobrou Para Todo Mundo", *Exame*, Vol. 37, N° 794, pp. 106-109, São Paulo.
- Saraiva, F.M. y F.A.M. Zanni (2002), "Programas de ADR: uma visão das empresas brasileiras que já lançaram estes papéis", *XXXVII Assembleia do Conselho Latino-Americano de Escolas de Administração*, Porto Alegre, CLADEA.

- Schiehl, E. e I.O. Santos (2004), "Ownership Structure and Composition of Boards of Directors: evidence on Brazilian publicly-traded companies", *Revista de Administração*, Vol. 39, Nº 4, pp. 373-384, São Paulo.
- Silveira, A.M.; L.A.B.C. Barros y R. Famá (2004), "Qualidade de Governança Corporativa no Brasil e os Fatores que a Determinam", *XXVIII Enanpad*, Curitiba.
- Shleifer, A., y R.W. Vishny (1996), *A Survey of Corporate Governance*, Working Paper 5534, Cambridge, National Bureau of Economic Research.
- Siffert F.N. (1999), "Governança Corporativa: padrões internacionais e evidências empíricas no Brasil nos anos 90", *Revista do BNDES*, Vol. 5, Nº 9, Rio de Janeiro.
- Rabelo, F.M. (1998), "Fundos de Pensão, Mercados de Capitais e Corporate Governance: lições para os mercados emergentes", *Revista de Administração de Empresas*, Vol. 38, Nº 1, pp. 38-51, São Paulo.
- Rabelo, F.M. y L. Coutinho (2001), "Corporate Governance in Brazil", *Policy Dialogue Meeting on Corporate Governance in Developing Countries and Emerging Economies*, París, OECD Development Centre.
- Valadares, S. (2002), "Estrutura de Controle e Propriedade de Empresas Brasileiras", Bonomo, M. (org), *Finanças Aplicadas ao Brasil*, Rio de Janeiro, Fundação Getúlio Vargas, pp. 275-298.
- Veirano Advogados (2003), *As Mudanças nas Responsabilidades dos Administradores com o Novo Código Civil e com a Lei Sarbanes-Oxley*, São Paulo, Veirano Advogados.
- Vieira, E. R. (2001), "Análise da Forma de Atuação dos Fundos de Pensão Brasileiros: Condicionantes Estruturais" (dissertação de mestrado), Uberlândia, Instituto de Economia, Universidade Federal de Uberlândia.
- Yermo, J. (2003), *Pension Reform and Capital Market Development*, Washington D.C., Banco Mundial.
- Zervos, S. (2004), "The Transaction Costs of Primary Market Issuance: the case of Brazil, Chile, and Mexico", Policy Research Working Paper, 3424, Washington D.C., Banco Mundial.

## Capítulo IV

# GOBIERNO CORPORATIVO, REGULACIÓN Y ROL DE LA AUDITORÍA

*Hugo Lavados  
y Miroslav Bakovic<sup>1</sup>*

### 1. El nuevo entorno

Al analizar el entorno actual del gobierno corporativo, es extremadamente importante no dejarse llevar por el verdadero “tsunami” que azotó a Wall Street el año 2001 y que culminó en la ley Sarbanes-Oxley (y otras regulaciones posteriores). Infortunadamente la innegable influencia y dominación del mercado estadounidense ha inducido a los reguladores de muchos mercados financieros de países en desarrollo a tomar este conjunto de regulaciones como guía y modelo de sus acciones. Además, muchas empresas latinoamericanas tienen acciones listadas en bolsas de valores en Estados Unidos y, por tanto, se han visto obligadas a adaptarse a la nueva normativa estadounidense (De la Torre y Schumukler, 2004).

En la práctica, sin desconocer muchos aspectos valiosos en las disposiciones contenidas en la ley Sarbanes-Oxley y reglamentaciones asociadas, los escenarios deben ser apreciados en una perspectiva apropiada y comprehensiva. En efecto, culpar exclusivamente a fallas del gobierno corporativo de la hecatombe financiera de 2001, aunque se intente un abordaje convencional, es demasiado simplista y puede resultar en recomendaciones erradas de política. Desde este punto de vista tal vez sea necesario para el análisis prescindir de este estallido financiero, ya que se corre el riesgo de causar más daño que beneficio al fortalecimiento de los mercados financieros emergentes en general y a los de América Latina en particular.

Si tomamos el caso ciertamente más emblemático de la caída de Enron, se puede concluir que esta situación fue causada por un conjunto de aspectos que, más que con temas de gobierno corporativo, tienen que ver con fallas en el sistema regulador

---

<sup>1</sup> Agradecemos los aportes de un comentarista anónimo y del revisor del texto. Por supuesto, los errores y omisiones que permanecen son enteramente de nuestra responsabilidad.

energético y con la complacencia de múltiples beneficiados por el enfoque *asset-light*,<sup>2</sup> a expensas del patrimonio de infraestructura energético de diversos estados de Estados Unidos. En realidad, en un sistema de sana regulación energética y de sentido común, un “ente virtual” como Enron jamás debió haber asumido aquella posición dominante que alcanzó, sin tener respaldos patrimoniales reales. Se puede afirmar que era un “monstruo o gigante con pies de barro”. Ciertamente los villanos sentenciados son sólo una fracción de los protagonistas y muestran una visión unilateral que poco bien le hace al mundo del gobierno corporativo y a sus mejores prácticas.

El caso Enron es un claro ejemplo de fallas de control interno: hubo un directorio que no cumplió su papel y serias deficiencias en la regulación del sector eléctrico. No obstante, el resto del colapso de Wall Street en 2001-2002, más que con defectos en las revelaciones y controles de determinadas empresas, se vincula con la generación de una burbuja de alta valoración bursátil, muy alejada de relaciones “normales” con valores libro o, incluso, fuera del rango de estimaciones muy agresivas de flujos futuros, alimentada por operadores financieros voraces y descontrolados.

Por otra parte, el propio mercado de capitales estadounidense y de otros países ofrece suficientes muestras de descalabros corporativos pasados, de modo que no se necesita que Enron, WorldCom, Ahold y Parmalat sean los casos tomados como modelo negativo que no debe repetirse. Por ejemplo, en Estados Unidos se tiene el caso de McKesson & Robbins en 1938 (Previts y Robinson, 1996) que representó el primer caso emblemático de revelaciones engañosas de una compañía bursátil pública después que se promulgara la ley de la bolsa de valores (Securities and Exchange Act) en 1934. Esta compañía aumentó el valor de las existencias y los valores por cobrar en 19 millones de dólares mediante falsificación de documentos. En Estados Unidos, por lo demás, las experiencias de los fondos para sobornos (*slush funds*) y escándalos financieros en las décadas de 1970 y 1980 culminaron en las conocidas recomendaciones de la Comisión Treadway (Treadway Commission), que para muchos constituyen la piedra angular para la conducción de un sano gobierno corporativo.<sup>3</sup>

Esta comisión no sólo creó un modelo esquemático sólido, sino que también instituyó el Comité de Organizaciones Patrocinadoras (Committee of Sponsoring Organizations, COSO), una organización del sector privado dedicada a mejorar la calidad de las revelaciones financieras por medio de la ética de los negocios, la efectividad de los controles internos y el gobierno corporativo. Las entidades patrocinadoras fueron las siguientes: American Accounting Association, American Institute of Certified Public Accountants, Financial Executives International, Institute of Internal Auditors

---

<sup>2</sup> El enfoque de *asset-light* (activos livianos) implica que una empresa debe tratar de prescindir de una inversión patrimonial pesada y, más bien, “aprovechar” infraestructura existente de terceros, actuando como *broker* de su producto.

<sup>3</sup> En realidad, la denominación oficial de esta comisión era National Commission on Fraudulent Financial Reporting, pero es popularmente conocida como Treadway Commission en honor a su presidente, James Treadway Jr.

and National Association of Accountants (actualmente, Institute of Management Accountants). El COSO se formó originalmente en 1985.

Se puede asegurar que la Comisión Treadway y el COSO han desarrollado, hasta la fecha, dos valiosos aportes al gobierno corporativo (Wallace, White y Jarvis, 2001):

- a. En 1987 recomendaron que la Comisión de Bolsa y Valores (SEC) reglamentase el establecimiento de comités de auditoría, compuestos exclusivamente por directores independientes.
- b. En 1992 establecieron las bases del sistema de control interno de una empresa, fundado en cinco elementos o pilares principales: ambiente de control, actividades de control, sistema de información y comunicación, evaluación del riesgo integral y monitoreo continuo.

La incorporación del monitoreo continuo como pilar del control interno sanciona a éste como un proceso permanente de la organización, en tanto que antes era considerado, al igual que algunas acciones discretas, tan sólo parte del ritual de revisión de los estados financieros. Pero lo que constituye el mayor aporte del COSO fue la consagración de la evaluación del riesgo integral como pilar del proceso de control interno.

La visión entregada por el COSO hace más de una década es un enfoque renovado del control interno y ha sido madurada por esta organización durante el último decenio hasta su formulación final de una visión verdaderamente conceptual e integrada en su reciente publicación acerca de la administración de riesgo integrado (COSO, 2004). Este documento no sólo reconoce la necesidad de administrar el riesgo, sino que, además, claramente lo percibe como un factor clave en el proceso de creación de valor. En otras palabras: *La premisa subyacente de la administración del riesgo empresarial es que cada entidad existe con el fin de crear valor para sus partícipes*. Esta concepción se contrapone a un paradigma implícito en algunas corrientes reguladoras, según el cual las posiciones de riesgo deben ser evitadas y eventualmente sancionadas.

Según la visión alternativa defendida en este artículo, la Comisión Treadway y el COSO han sentado las bases para un gobierno corporativo, en el cual la creación de valor constituye el elemento clave que debe ser protegido. Por otra parte, más allá de su lugar geográfico de origen, la Comisión Treadway y el COSO se constituyen en un modelo con características universales. Gracias a éstos puede definirse el objetivo último del gobierno corporativo y de las regulaciones asociadas: "El objetivo que orienta a las acciones de los distintos agentes involucrados debe estar dirigido a la expansión sana y transparente de los mercados financieros, en los cuales la administración del factor riesgo es clave en la creación de valor".

A partir de la premisa según la cual los factores apuntados por la Comisión Treadway y el COSO deben orientar los esfuerzos de avance y mejoramiento de los gobiernos corporativos, sobre todo en el contexto de los países en desarrollo, el objetivo principal de este artículo es discutir la función de la regulación (apartado 2) y de

la auditoría (apartado 3). En la cuarta y última sección se desarrollan algunas conclusiones.

## **2. El desafío de las entidades reguladoras y las bolsas de valores**

La complejidad del entorno corporativo y de mercados va en aumento, tanto por su dimensión y globalización, como por la contextura de los productos asociados. El Estado, por ejemplo, se ve enfrentado al problema del volumen y especialización de sus cuerpos reguladores y personal permanente. Esto implica considerar dos cuestiones: el costo asociado a este control, por una parte, y dónde poner la responsabilidad y el acento del control, por otra.

La sofisticación y complejidad de los mercados requiere que los organismos reguladores cuenten con cada vez mejores y más experimentados especialistas. Revisar el modelo de administración de riesgo de una corporación mediana o grande, por ejemplo, no puede hacerse con profesionales que carezcan de experiencia o de las capacidades adecuadas. La limitación presupuestaria, empero, no permite mantener plantillas numerosas y a la vez de calidad, sobre todo cuando los países emergentes han validado modelos que reducen el tamaño y costo del aparato estatal. En el capítulo III de este libro, a cargo de De Paula y Stanley, se discute el tamaño y la independencia de las entidades responsables del monitoreo del mercado de capitales en América Latina.

Por lo demás, la tendencia mundial de los mercados parece orientarse cada vez más hacia un proceso de autorregulación, en el que las empresas emisoras asumen un papel más protagónico. La regulación pública y la fiscalización deben ser muy fuertes y concentrarse en los puntos clave de riesgo. No obstante, si bien en los debates y escritos técnicos se valora en general la autorregulación, es poco lo que se está haciendo en esta dirección. Es indudable, sin embargo, que la calidad y extensión del control ejercido por los reguladores se intensifica notablemente en virtud de una fiscalización que ocupa la autorregulación como factor fundamental. Una síntesis sobre las ventajas y desventajas de ésta puede encontrarse en Coglianesi y otros (2004).

Cabe señalar que el escaso avance en materia de autorregulación es de responsabilidad de todos los agentes involucrados y no solamente del sector regulador. Si no se adoptan acciones claras y determinantes para que los entes emisores asuman una responsabilidad proactiva en el control del gobierno corporativo, se torna muy difícil establecer un sistema regulador que permita cumplir con los desafíos de crecimiento y transparencia de los mercados. Por tanto, el regulador debe potenciar la función de los comités de auditoría, de tal manera que éstos asuman un papel protagónico en los temas de gobierno corporativo relativos a información financiera oportuna y transparente, controles internos más confiables y un efectivo y certero sistema de administración de riesgo.

Merced al modelo de riesgo integrado resulta evidente que los límites de acción de las entidades reguladoras se hacen cada vez más difusos (valores, bancos, sectores productivos, utilidades públicas, medioambientales, entre otros). Por esto, la integra-

ción de estas visiones por medio de mecanismos efectivos se torna imperativa. El emblemático caso Enron y las carencias evidentes de las autoridades reguladoras energéticas en su proceso de auge, el caso WorldCom y el discutible papel de las reguladoras de telecomunicaciones, los serios problemas medioambientales en que se han visto envueltas diversas empresas que transan sus acciones al público, son una demostración de que los entes reguladores deben coordinarse para evitar o anticipar siniestros de proporciones. Desde este punto de vista, las entidades reguladoras de valores tienen el desafío de buscar formas de coordinación eficientes con los reguladores sectoriales de industrias, con el propósito de contar con su propio modelo de administración de riesgo y estar preparadas para prevenir, antes de que sea demasiado tarde.<sup>4</sup>

Es necesario reconocer que la articulación entre entidades reguladoras de valores y entidades reguladoras sectoriales es una tarea muy ardua. En la experiencia brasileña, por ejemplo, se observa una coordinación insuficiente entre las propias agencias reguladoras sectoriales (Pires y Goldstein, 2001). Conviene señalar que esta coordinación y prudencia en nada se contradice con el modelo de autorregulación apuntado. Por el contrario, permite al regulador ser eficaz en las grandes coyunturas y traslada al privado la responsabilidad de autorregularse, dentro de los marcos establecidos.

Además, en varios países en desarrollo las entidades reguladoras de los mercados de valores han asumido, aparte de su rol fiscalizador propio, la función de generar iniciativas legales sobre estos temas. Kenyon (2004), al comparar las reformas del marco legal relativo al mercado de capitales en Chile, México y Brasil en el bienio 2000-2001, comprueba que en estos tres países el ímpetu principal para la reforma surgió de las agencias reguladoras del mercado de capitales. Una explicación puede estar en la oportunidad creada con los problemas en el mercado de capitales, porque ha llevado a incrementar las regulaciones y el personal. Una explicación complementaria es que se ha desarrollado en las instituciones reguladoras un capital profesional y directivo superior de relativamente alto nivel, de suyo escaso en muchos de estos países.

No obstante, en un contexto de mercados emergentes es necesario expandir la participación de los distintos participantes y tender a una independencia de los intereses específicos de los agentes en juego. Para dinamizar este proceso es probable que el regulador deba asumir una función de catalizador en la creación y apoyo de este tipo de entes independientes y multiparticipativos. El COSO es ciertamente un ejemplo de un ente de estas características.

Colegios profesionales e institutos de contadores-audidores y afines, entidades empresariales, entidades gremiales de profesionales administradores, bolsas de valores y clasificadores de riesgo deben concurrir para desarrollar estas entidades indispensables para generar regulaciones que potencien los objetivos de transparencia de los mercados financieros y de los gobiernos corporativos, incorporando sus propias visiones, de forma de generar un enfoque más integral.

---

<sup>4</sup> La referencia es a todas las entidades del tipo SEC o equivalentes, con sus distintas variantes (superintendencias, comisiones y otras), cuya función sea regular los emisores, bolsas y mercados de valores en general.

Las bolsas de valores de mercados emergentes son instituciones vinculadas al tema de gobierno corporativo que tienen un largo camino por recorrer en materia de mejorar su transparencia y maximizar su valor. Se puede alegar que éstas son, conceptualmente, los verdaderos dueños del espectáculo. Las bolsas de valores son el lugar donde concurren las empresas cuyas acciones se transan públicamente. A éstas corresponde, en consecuencia, señalar si los títulos y valores de esas empresas se pueden transar allí y cuáles son los requerimientos mínimos de calidad que los emisores deben cumplir.

Al revisar la historia del gobierno corporativo en Estados Unidos puede apreciarse la decisiva influencia tanto de la Bolsa de Nueva York (NYSE) como de la Asociación Estadounidense de Agentes del Mercado Bursátil (NASD), las dos bolsas más importantes en temas como códigos de mejores prácticas, mejoramiento de gobierno corporativo, uso de los comités de auditoría y otros. Como regla casi generalizada, una acción decidida parece estar fuera de la agenda de las bolsas de valores de países emergentes, las que sólo ponen su acento en la regulación de los corredores asociados y no en la calidad de las empresas cuyos valores se transan en éstas. De esta forma, las bolsas de valores en América Latina tienen un desafío muy destacado bajo las nuevas condiciones imperantes, y deberían ser uno de los agentes clave para que las empresas cuyas acciones se transan en bolsa generen un efectivo sistema de autorregulación que contribuya a aumentar la confianza de los inversionistas y el funcionamiento eficiente del mercado de valores.

### **3. El desafío del comité de auditoría y de los auditores externos**

#### *3.1 Comité de auditoría*

El directorio de una empresa es considerado el órgano más importante del gobierno corporativo. Es quien designa a la administración y delega en ésta los niveles de autoridad que estima convenientes. No obstante, sigue siendo el responsable final de las acciones de la administración y la autoridad máxima de la empresa.

Los desafíos y responsabilidades del directorio han ido aumentando, tanto por las regulaciones cada vez más exigentes como por la complejidad del entorno en que las empresas se desenvuelven. Se puede afirmar que el verdadero desafío del directorio es enfrentar las exigencias planteadas por medio de un proceso continuo de revisión de las estrategias y el entorno de riesgo, no menos que mediante el monitoreo de la gestión de la administración y los sistemas de control interno. El directorio debe tener una composición suficientemente representativa y velar por la mayor transparencia posible para que aquellos que no estén representados tengan una información oportuna y confiable que les permita apoyar su proceso de toma de decisiones. Es en este proceso en el que ha cobrado especial importancia el comité de auditoría.

Desde 1940, poco después de la promulgación de la ley de la bolsa de valores, la SEC emitió recomendaciones para la formación de este ente corporativo, con apoyo de la NYSE y muchas de las principales empresas. En la actualidad, la Comisión Tread-

way y el COSO, el Comité Cadbury, el Comité Blue Ribbon (BRC) y prácticamente todos los entes y legislaciones corporativas, inclusive la normativa Sarbanes-Oxley, no vacilan en asignar a los comités de auditoría un papel preponderante en el proceso del gobierno corporativo.<sup>5</sup> Sin entrar en un análisis detallado de la misión y responsabilidades de un comité de auditoría, citemos la definición de la Comisión Treadway que mantiene una plena vigencia: *Los comités de auditoría deben ser veedores informados, vigilantes y efectivos del proceso de información financiera y de los controles internos de la compañía.*

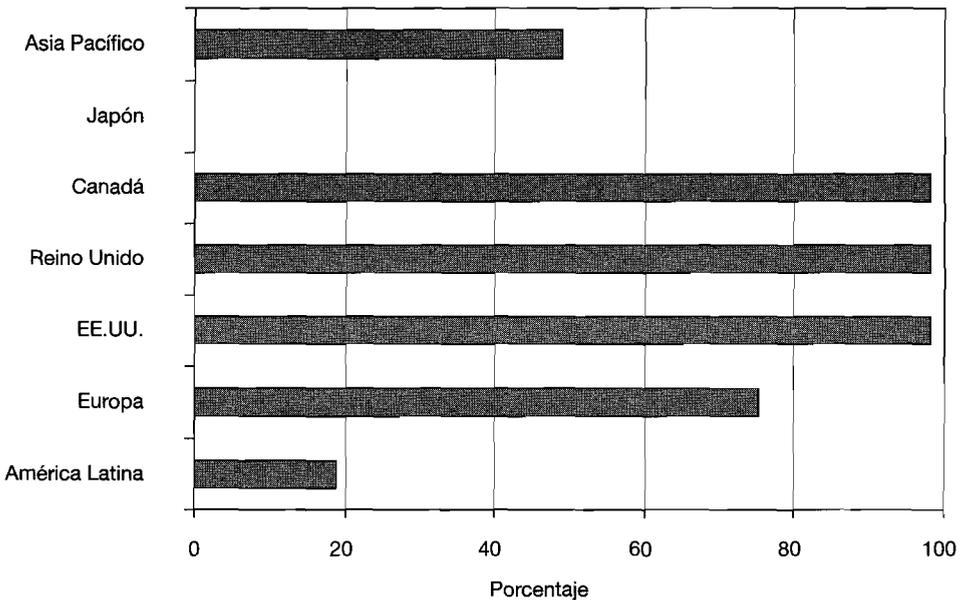
El BRC refrenda esta definición y agrega que *las principales áreas de responsabilidad del comité de auditoría son: el proceso de información financiera; el proceso de administración de riesgo; la función de "auditoría integral"*. El BRC es un organismo compuesto por miembros de la NYSE, la NASD, empresas emisoras y auditoras. En 1999, el BRC publicó su Informe y recomendaciones para mejorar la efectividad de los comités de auditoría a empresas (*Report & Recommendations on Improving the Effectiveness of Corporate Audit Committees*). De acuerdo con Gregory (2000), los objetivos del BRC eran: a) fortalecer la independencia y calificaciones de los miembros del comité de auditoría; b) mejorar la efectividad de éste; c) perfeccionar los mecanismos para la discusión y rendición de cuentas (*accountability*) entre el comité de auditoría, los directores externos y la dirección ejecutiva.

En esencia, el comité de auditoría es una entidad cuyos miembros son nominados por el directorio de la empresa, con la finalidad de ser el veedor especializado de los tres procesos antes mencionados y de asesorar además en esa función al directorio en lo relativo a esas áreas. En lo que a su composición se refiere, el comité de auditoría debería estar idealmente compuesto por miembros que sean independientes de la gestión, de los grupos controladores y de cualquier grupo de interés dentro del emisor. Esto supone, además, la disposición de un proceso continuo de monitoreo de esa independencia. La ley Sarbanes-Oxley determina que los miembros del comité de auditoría deben ser independientes y parte del directorio. Además, por lo menos un miembro del comité debe ser considerado experto en finanzas. En la experiencia latinoamericana, la difusión del uso de los comités de auditoría todavía es limitada, en comparación con otros países, en particular Estados Unidos, Reino Unido y Canadá (véase el gráfico IV.1). López-de-Silanes (2004) muestra, por otra parte, que en el ámbito de América Latina las regulaciones relativas a los comités de auditoría son muy diferentes. Capaul (2003), a su vez, destaca que en la mayoría de los países latinoamericanos el comité de auditoría no cumple adecuadamente con sus funciones.

---

<sup>5</sup> El Comité sobre Aspectos Financieros de la Gobernabilidad Corporativa (Committee on the Financial Aspects of Corporate Governance), más conocido como Comité Cadbury (Cadbury Committee), creado en el Reino Unido en 1992, está formado por representantes de la Bolsa de Valores, de las auditoras y de diversas entidades gremiales. El Comité Cadbury, que estableció un código de las mejores prácticas de gobierno corporativo, recomienda que todas las compañías listadas en Reino Unido establezcan y mantengan comités de auditoría, compuestos al menos por tres consejeros no-ejecutivos (Andrade y Rossetti, 2004).

**Gráfico IV.1**  
**PORCENTAJE DE EMPRESAS CON COMITÉS DE AUDITORÍA**



Fuente: F. López-de-Silanes, *Regulación de comités: auditoría y gobierno corporativo*, México, D.F., Presentación en la Universidad Anáhuac del Sur, 2004.

Un planteamiento normativo sobre el comité de auditoría indica que, desde el punto de vista de la idoneidad, sus miembros deben ser versados en materias financieras y contables y de administración de riesgo. En particular, quien preside este comité tiene que dar garantías de aptitud e independencia, de tal forma que su sola presencia prestigie a la empresa emisora. Por consiguiente, el comité de auditoría debe estar, idealmente, por sobre el juego de intereses corporativos, por legítimos que éstos sean, a fin de garantizar a todos los agentes participantes que sus funciones se desarrollen en forma justa y adecuada. Sus tareas deberían ser al menos las siguientes: a) garantizar un proceso de información fidedigna, oportuna y transparente para los distintos grupos interesados; b) velar por un adecuado proceso de administración de riesgo, y c) mejorar la efectividad y calidad del control interno de la empresa.

A pesar de que existe un acuerdo prácticamente unánime con respecto a la importancia de este ente en el mejoramiento del gobierno corporativo, la práctica indica que ni los emisores ni los reguladores están entendiendo el significado de los comités de auditoría. En los mercados emergentes latinoamericanos, en particular, o bien se les ignora de hecho, o bien se les fragmenta de tal manera en su función integral como

veedores o garantes, que su misión termina por volverse rutinaria o desvirtuarse. La clave para romper este círculo negativo está en asumir seriamente el trabajo de la autorregulación, en el cual los comités de auditoría han de desempeñar un papel fundamental. Es más, en un mundo crecientemente competitivo la emulación debería trasladarse a la excelencia del gobierno corporativo, como aspecto diferenciador positivo de una empresa. Respecto de este punto surgen las siguientes indagaciones:

- ¿Quién premia a las empresas por un mejoramiento en su proceso de información, de controles internos o de administración de riesgo?
- ¿Por qué no hay un escalafón de las mismas que mida estos factores de excelencia?
- ¿Por qué no existen distinciones a los comités de auditoría destacados por su buen desempeño?
- ¿Por qué los reguladores no califican la calidad de los comités de auditoría de sus supervisados?

De todos los desafíos planteados en la regulación de los gobiernos corporativos el del comité de auditoría es, tal vez, el más importante: para que éste sea efectivo debe ser monitoreado y evaluado continuamente por todos los agentes del mercado involucrados.

### 3.2 *Audidores externos*

A pesar de que en la actualidad se opina mucho acerca de las funciones de los auditores externos y de las regulaciones a que se sujetan, pocos entienden cabalmente cuál es su verdadero papel y menos aun cuáles son las limitaciones de éste. Es así como se les suele asignar una misión de garantes, prácticamente infalibles, de la estabilidad económico-financiera de una empresa.

No hace mucho, Apple, empresa líder en el rubro de los computadores personales, acumuló récord de ventas y utilidades que le valieron todo tipo de reconocimientos y premios a la compañía y a su presidente, Steve Jobs. Curiosamente, en ese mismo momento Jobs reunía a su directorio, que aún celebraba los éxitos cosechados, para comunicarle que Apple entraría en un proceso de bancarrota en un período de dos años, a menos que se realizara un cambio de rumbo muy marcado. ¿Qué había ocurrido? ¿Acaso estaban falseados los estados financieros? ¿Se habían equivocado garrafalmente los auditores? En absoluto. La fotografía del momento reflejaba una empresa con un sólido balance y saludables resultados y los auditores acertadamente habían emitido su clásica opinión ratificando la bonanza.

La explicación de esta situación es que Steve Jobs, fundador de esa empresa, conocía y percibía magistralmente el mercado. Jobs se había dado cuenta de que, a pesar del éxito presente, los productos y sistemas operativos que introducirían a la brevedad sus competidores en el mercado de computadores personales les auguraban drásticas pérdidas de mercado, las que inevitablemente llevarían a la empresa a una posi-

ción muy delicada, como efectivamente ocurrió. Jobs en esa misma oportunidad declaró la necesidad de un plan de emergencia. Éste no sólo sacaría más adelante a Apple de su situación de bancarrota, sino que volvería a proyectarla muy favorablemente en el mercado.

Este ejemplo refleja la volatilidad del mercado y el papel de los auditores, quienes, aun sin equivocarse, no pueden prever la estabilidad, ni siquiera de corto plazo, de la empresa auditada. Es obvio preguntarse, si tal es el caso, qué relevancia tienen los auditores para el gobierno corporativo y para el mercado. Al auditor externo le corresponde la misión de dar una opinión externa, técnica, consistente, independiente y normada, que se funda en principios contables y normas de auditoría de general aceptación, acerca de los estados financieros, balances, estado de resultados y estados de flujos de una entidad en una fecha determinada.

Usualmente las normas de auditoría velan por acotar los riesgos asociados a la incertidumbre, la que puede afectar tanto la validez de las cifras históricas sobre las que debe pronunciarse el auditor, cuanto a lo que ocurra inmediatamente después de la fecha de cierre del estado financiero, teniendo aquél que emitir su opinión en forma oportuna. Al auditor se le torna cada vez más problemático el tema de estabilidad y continuidad de la empresa auditada. Pensamos que la salida de fondo está en insertarse en un proceso continuo que permita analizar la evolución del ente auditado más allá de una fotografía instantánea del mismo. Para eso el mejor aliado del auditor externo debe ser el comité de auditoría. Éste tiene que ser fuerte y efectivamente constituir un veedor con autoridad e idoneidad para poder disponer de un plan de acción que contemple mejoramientos en los tres procesos clave: la información, el control interno y la administración de riesgo.

Es interesante observar que el BRC, en 1999, dos años antes de los megaescándalos contables de Wall Street, emitió una serie de proposiciones sobre el comité de auditoría y sus relaciones con los auditores externos. Muchas de estas normativas del BRC fueron recogidas por reguladores como la SEC, la NYSE y la NASD, y entidades profesionales como el Consejo de Normas de Auditoría (Auditing Standards Board, ASB). Este último dispone que los auditores externos deben entregar al comité de auditoría mayor información sobre sus revisiones internas en temas como ajustes significativos, juicios y contingencias, estimaciones contables de la administración, nuevas políticas contables y desacuerdos con la gestión.

Sin embargo, lo que constituye un hito histórico es la disposición por la cual los auditores externos deben discutir con el comité de auditoría no sólo la aceptabilidad de los principios contables empleados en los estados financieros de la empresa, sino también la calidad de los mismos. En un escenario de estabilidad, el control interno de la empresa aparece como la base sobre la cual garantizar la validez de los estados financieros, poniéndolos a resguardo de los dos mayores peligros como errores e irregularidades. Ahora bien, es necesario poner en perspectiva cuál es la posición de los auditores externos sobre los controles internos. Aun cuando éstos revisan el funcionamiento del control interno de la empresa, sólo utilizan esta revisión para definir el alcance de sus procedimientos de auditoría. Si concluyen, por ejemplo, que los controles internos que afectan las cuentas que están revisando operan, entonces limitan

las pruebas directas sobre los saldos contables. De lo contrario, deben ampliar la muestra. En consecuencia, no es su misión pronunciarse sobre el control interno de la empresa en su operatividad integral.

La ley Sarbanes-Oxley incluyó una exhaustiva revisión del control interno, obligando a la alta gerencia a pronunciarse sobre su operatividad *per se* y a los auditores externos a validar el proceso de revisión. Esta normativa se conoce como “sección 404” y representa un cambio significativo en el enfoque sobre control interno. Hasta ahora no está claro cómo operaría esta normativa en siniestros corporativos como los del año 2000, y si ayudaría significativamente a evitar los colapsos en los mercados de valores. Los primeros efectos de estas costosísimas revisiones pueden verse en el hecho de que empresas medianas comienzan a delistarse de las bolsas de Estados Unidos y, probablemente, empresas extranjeras listadas en las mismas se delistarán de estos mercados. Esto último, a pesar de que los plazos para dar cumplimiento a los procedimientos de la sección 404 para las empresas extranjeras se han postergado varias veces.

Sin embargo, a pesar de los beneficios derivados de la ley Sarbanes-Oxley, han sido frecuentemente mencionados los elevados costos de cumplirla. Una encuesta a ejecutivos publicada en agosto de 2003 por la revista *CFO Magazine* indicó que 70% de los encuestados estimaron que los beneficios no justifican los costos. Otro sondeo de opinión calculó que para un conjunto de 224 empresas listadas, los costos directos de cumplir con la sección 404 de la ley Sarbanes-Oxley representaron casi 3 millones de dólares, al requerir para ello aproximadamente 26.000 horas de trabajo interno y 5.000 horas de trabajo externo (Zhang, 2005).

En todo caso, la consideración del control interno integrado a la luz de la ley Sarbanes-Oxley implica un nuevo desafío que supera con creces la normativa tradicional de auditoría externa, ya que se la amplía a un desempeño funcional orientado a potenciar su alcance y profundidad, con el objeto de justificar las pruebas del auditor externo. Aunque no esté claro cuál pueda ser el efecto que esta normativa tendrá en el resto del mundo, el auditor externo necesita fortalecer su entendimiento sobre el control interno. Una vez más, y al igual que en los Principios de Contabilidad Generalmente Aceptados (PCGA), parece evidente que un comité de auditoría fuerte resulta fundamental al considerar el mejoramiento del control interno como parte de un proceso continuo.

Aunque resulta conceptualmente imposible que el auditor de estados financieros pueda hacerse responsable de prevenir sobre la continuidad del negocio auditado, no es menos cierto que tales siniestros pueden complicar gravemente al auditor externo y expandir la probabilidad de que éste sea demandado. Por tal razón las empresas auditoras están haciendo cada vez más estrictas sus normativas de aceptación y continuidad de clientes. La discutida y discutible legislación Sarbanes-Oxley ha introducido alguna singularidad en el tema, al poner el énfasis de la independencia del auditor en las limitaciones relativas al tipo de trabajos que éste realiza internamente con el cliente, para el cual desempeña la función de auditor de sus estados financieros.

En este sentido, la ley Sarbanes-Oxley norma ocho tipos de servicios prohibidos, más un noveno referido a “todo otro servicio que la PCAOB determine por regulación

como inadmisibles”.<sup>6</sup> Cinco de estas ocho prohibiciones ya estaban dispuestas anteriormente por la SEC y, por tanto, no son el producto de dicha ley; éstas conciernen a servicios contables, valuación, actividades, selección de recursos humanos y servicios de corretaje y financieros. La novedad la introduce con los sistemas de información financiera que incluyen diseño e instalación, externalización de auditoría interna y servicios legales y periciales no relacionados con la auditoría.

La discusión en torno a la validez de estas prohibiciones y al nivel de transparencia que agregan al gobierno corporativo constituye un favorito para los dialécticos realmente no involucrados en los problemas de fondo del gobierno corporativo. En efecto, la complejidad del entorno y la sofisticación de los instrumentos y negocios generados demandan que los auditores cuenten en su equipo permanente con profesionales de múltiples especialidades: informática, administración financiera, impuestos, legislación y administración de riesgo, cibernética y ciencias del control, y otras sin las cuales un trabajo de auditoría eficiente y eficaz difícilmente puede ser realizado. Mal puede una empresa auditora contar con estos especialistas si no pueden ejercer sus funciones profesionales en las áreas de su especialidad.

Pero lo más preocupante de esta discusión bizantina y dañina es que aleja el debate de aquello que efectivamente configura el tema más grave: la falta de independencia del auditor. Para abordarla en forma precisa es necesario referirse a una norma de administración básica y casi elemental que curiosamente se practica poco y se vulnera permanentemente. Ésta establece que la función de contraloría en una organización no debe depender de la administración o gerencia, sino, por el contrario, del directorio. ¿Ocurre esto realmente en el mundo corporativo? En los organigramas y manuales de organización es probable que así sea, pero no es lo que sucede en la práctica. En realidad, los departamentos de auditoría interna, financiera u operacional, dependen de las gerencias que supuestamente esos entes están llamados a controlar.

Esta grave enfermedad corporativa, fruto particularmente de la desidia y comodidad de los directorios, que prefieren prescindir de entenderse con gente que habla de principios contables, normas de auditoría y control y otros tecnicismos, acaba por transferir la dependencia real a las gerencias, particularmente las de finanzas que tienen especialistas que “hablan el mismo idioma”. Este verdadero desastre corporativo se ha encarnado en la dependencia real del auditor externo, quien termina relacionándose con la gerencia para discutir el contenido de los hallazgos y revelaciones,

---

<sup>6</sup> El Consejo de Supervisión de la Contabilidad de las Empresas Públicas (Public Company Accounting Oversight Board, PCAOB) es un organismo creado por la legislación Sarbanes-Oxley con el fin de actuar como veedor de las actividades contables y de auditoría de las empresas públicas. Según Kaplan (2004), la idea de que es necesario auditar a los auditores no es nueva. El PCAOB simplemente sustituyó a una organización revisora que tenía un nombre similar, el Consejo de Supervisión Pública (Public Oversight Board). En la visión de Kaplan, el PCAOB se limitará inevitablemente a un examen amplio de las empresas de auditoría. Pero es improbable que investigue en profundidad las decisiones problemáticas que las compañías de auditoría han tomado.

así como sus honorarios. ¿Qué fiscalización relevante puede tener lugar en esta situación?

El desafío real del auditor en materia de independencia y de conflictos de interés está en afirmar su dependencia efectiva respecto del directorio, en relación con todos los temas relevantes de discusión de sus hallazgos y de negociación de sus honorarios. En esta cruzada por la verdadera independencia del auditor externo, la única respuesta es el verdadero comité de auditoría: aquel que representa al directorio y está compuesto por profesionales independientes e idóneos.<sup>7</sup> Y, por sobre todo, aquel que persigue el mismo objetivo del auditor externo, a saber, la transparencia, objetividad y permanencia de las revelaciones económico-financieras de la empresa.

#### 4. Conclusiones

Al observar los nuevos desafíos planteados en materia de gobierno corporativo, son varios los aspectos a considerar. En primer lugar, no es conveniente dejarse llevar por los modelos de regulación surgidos a partir de la ley Sarbanes-Oxley y sus disposiciones. La claridad de los modelos emanados de la Comisión Treadway / el COSO y otros, entre los que se incluyen el Comité Cadbury y el Comité Blue Ribbon, sigue siendo la mejor brújula para guiar las acciones de políticas, regulación, fiscalización y autorregulación.

Asimismo, las entidades reguladoras no deben situarse en el centro de la generación de leyes y disposiciones adoptadas para mejorar el gobierno corporativo. Por el contrario, éstas han de emanar de órganos multiagentes con misión permanente. El COSO es un modelo a seguir en los países de América Latina. La autorregulación debe ser apoyada por todos los agentes con decisión, seriedad y convicción. El sector privado necesita moverse con mayor responsabilidad y asignando los recursos necesarios. Es tarea del regulador incentivar a que esto último ocurra. En un entorno donde la administración de riesgo asume una función vital, la coordinación de los entes reguladores (valores, industrias, medio ambiente y otros) constituye un imperativo.

Los comités de auditoría deben ser apoyados con decisión, tanto por reguladores como por regulados y otros agentes interesados, en su calidad de veedores centrales de los procesos de información y comunicaciones financieras; control interno; auditoría integral, y administración de riesgo. Peor a que no exista ninguno resulta un comité de auditoría débil, limitado o fragmentado, sin representación total del directorio, ya que desvirtúa y confunde el proceso de mejoramiento del gobierno corporativo y no permite una autorregulación efectiva.

Las bolsas de valores deben asumir un papel principal y activo, definiendo medidas concretas de mejoramiento del gobierno corporativo que se hagan obligatorias

---

<sup>7</sup> Que el comité de auditoría cuente con profesionales idóneos es una exigencia que incluye no sólo a aquellos que son parte del comité, sino a toda la red de profesionales internos de control, auditores internos, administradores de riesgos y otros que también dependen del directorio y de los cuales el comité de auditoría es el gran veedor.

para las empresas cuyos valores se transan en éstas. Los auditores externos han de participar activamente, pronunciándose acerca de la calidad de los Principios de Contabilidad Generalmente Aceptados y no sólo sobre su aceptabilidad. Los auditores externos deben definir con precisión cuál va a ser su función en la revisión del control interno de la empresa, sobre todo luego de la irrupción de los procedimientos relativos a la sección 404 de la ley Sarbanes-Oxley, los que están agregando más confusión que claridad sobre el tema.

Los auditores externos han de apoyar con decisión el fortalecimiento de los comités de auditoría en las empresas que ellos auditan. Es más, deben condicionar la existencia real y no sólo formal de éstos a sus normas de aceptación y continuidad de clientes. Los auditores externos, por su parte, deben definir con claridad su función en relación con el proceso de administración de riesgo de la empresa auditada, como forma central de entender la calidad de su continuidad y estabilidad. La independencia real del auditor externo se consigue fundamentalmente gracias a su vinculación principal con el directorio por medio de su comité de auditoría, vinculación cuyo propósito es discutir sus resultados y hallazgos, y fijar sus honorarios y compensaciones.

## **Bibliografía**

- Andrade, A. y J.P. Rossetti (2004), *Governança Corporativa: fundamentos, desenvolvimento e tendências*, São Paulo, Atlas.
- Capaul, M. (2003), *Corporate Governance in Latin America*, Washington D.C., Banco Mundial.
- Coglianesi, C. y otros (2004), *The Role of Government in Corporate Governance*, Center for Business and Government, John F. Kennedy School of Government, (Regulatory Policy Program Report RPP-08 2004), Cambridge, MA, Harvard University.
- COSO (Committee of Sponsoring Organizations of the Treadway Commission) (2004), *Enterprise Risk Management Integrated Framework Executive Summary*, Nueva York.
- De Paula, G.M. y L.E. Stanley (2006), "Gobernabilidad corporativa en América Latina: estructura patrimonial, prácticas y políticas públicas", *Gobernabilidad corporativa, responsabilidad social y estrategias empresariales en América Latina*, Bogotá, Mayol Ediciones.
- De la Torre, A. y S. Schmukler (2004), *Whiter Latin American Capital Markets?*, Washington D.C., Banco Mundial.
- Gregory, H. J. (2000), *The Globalization of Corporate Governance*. Global Counsel, Nueva York, Weil, Gotshal & Manges.
- Kaplan, R. (2004), *Mother of All Conflicts: Auditors and Their Clients*, Law and Economics Working Papers, 13/2004, Illinois, University of Illinois College of Law.
- Kenyon, T. (2004), *Constructing Corporate Governance in Brazil, Chile & Mexico*, Princeton, Princeton University.
- López-de-Silanes, F. (2004), *Regulación de comités: auditoría y gobierno corporativo*, presentación en la Universidad Anáhuac del Sur, México, D.F.

- Pires, J.C. y A. Goldestein (2001), "Agências Reguladoras Brasileiras: avaliação e desafios", *Revista do BNDES*, Vol. 8, Nº 16, pp. 3-42. Río de Janeiro.
- Previts, G.J. y T.R. Robinson (1996), "Samuel J. Broad's contributions to the accounting profession", *Accounting Historians Journal*, Vol. 23, New Brunswick, NJ.
- Wallace, W.A., G.T. White y V.E. Jarvis (2001), *The Evolving Role of the Audit Committee: the case of BellSouth Corporation*, AICPA Case Development Program, 95-09, Nueva York, American Institute of Certified Public Accountants.
- Zhang, I. (2005), *Economic Consequences of the Sarbanes-Oxley Act of 2002*, Rochester, NY, William E. Simon Graduate School of Business Administration, University of Rochester.



# Capítulo V

## ESTRATEGIAS CORPORATIVAS Y DE INTERNACIONALIZACIÓN DE GRANDES EMPRESAS INDUSTRIALES PRIVADAS LATINOAMERICANAS

*Germano M. de Paula*

### 1. Introducción

La década de 1990 fue un período emblemático en América Latina, debido a los grandes cambios en los regímenes de incentivos y regulación de la actividad económica. Justificadamente las medidas de liberalización económica y sus efectos han recibido gran atención de la literatura. La mayoría de los estudios resaltan, por tanto, los aspectos macroeconómicos. En este trabajo se pretende investigar cuáles fueron las reacciones de las grandes compañías industriales privadas latinoamericanas en este nuevo escenario.

Sin embargo, en el hecho relativamente simple y directo del problema se encubren varios obstáculos que impiden abordar el punto de manera adecuada. El primero es que las principales contribuciones al tema en gran medida están basadas en estudios de casos y usan metodologías muy diferentes que dificultan la comparación entre las experiencias analizadas. Un segundo problema puede denominarse “altos y bajos” de la competencia intercapitalista. Algunas empresas que se tenían como ejemplo de éxito –por algún tiempo– terminaron con reveses, llegando a quebrar o ser compradas. Una tercera dificultad deriva del término “estratégico”, que está asociado a diversidad. Según Porter (1999) “(...) la posición estratégica significa desempeñar diferentes actividades de las ejercidas por los rivales o las mismas de otra forma”. Por tanto, aunque no sea probable la convergencia de las estrategias, por efecto de las diferencias intra e intersectoriales intencionalmente construidas y mantenidas, por lo menos es posible pensar en patrones predominantes.

La extensa y abundante literatura mundial sobre estrategias empresariales aborda diversos temas, como las alianzas estratégicas, la posición estratégica frente a los principales competidores, la agresividad tecnológica o el grado de diversificación productiva y de internacionalización productiva, entre otros. En este artículo se analizan los dos últimos, que son los directamente afectados por las reformas económicas. Para esto es necesario hacerse tres preguntas cruciales: ¿Fue el proceso de liberaliza-

ción económica el que indujo como resultado la reducción del grado de diversificación productiva de las grandes empresas industriales latinoamericanas? ¿Cómo se comportan las inversiones directas de las empresas industriales latinoamericanas después del inicio de las reformas económicas? ¿Las estrategias de las empresas latinoamericanas se aproximan tal vez al patrón predominante en Estados Unidos?

Con el objeto de indagar en estas preguntas el documento está dividido en tres secciones. La primera analiza el tema de las estrategias corporativas, en tanto que la segunda examina las de internacionalización. La última sección resume las principales conclusiones.

## 2. Estrategias corporativas

### 2.1. La visión estadounidense

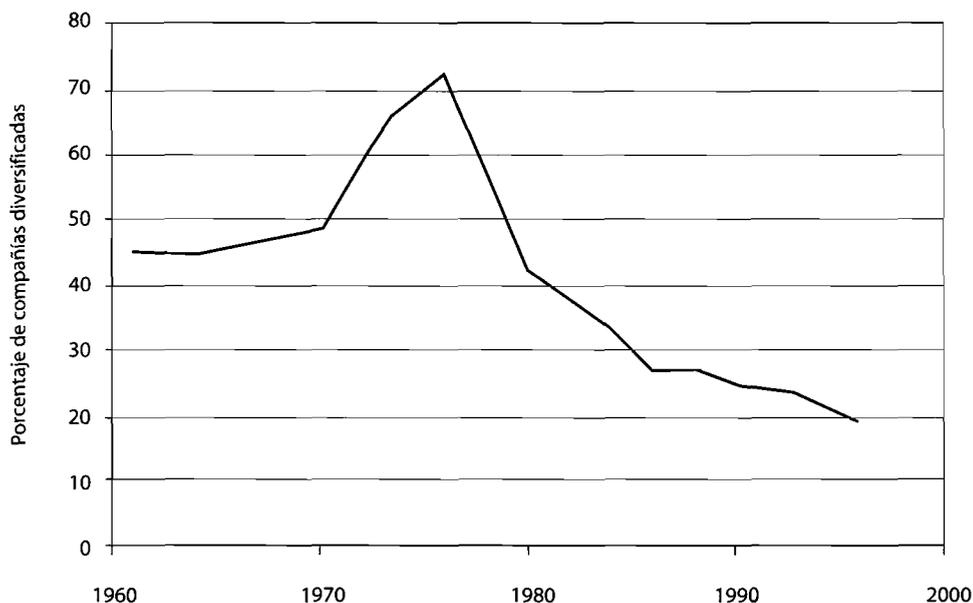
Este género de estrategias envuelve el establecimiento de prioridades entre las unidades de negocios, así como la coordinación entre las subsidiarias y el *holding*. Las estrategias corporativas, por tanto, remiten a dos puntos principales: a) en qué negocios las empresas deben actuar; b) cómo la oficina central administra cada uno de ellos (Hitt, Ireland y Hoskisson, 2001).

La literatura sobre estrategias empresariales está basada principalmente en la experiencia de empresas localizadas en países desarrollados en general y en Estados Unidos en particular. El tema de las estrategias corporativas, por tanto, sigue esta tendencia. Aunque por lo menos pueden identificarse tres corrientes, la visión predominante es que la diversificación productiva tiene impactos negativos sobre el desempeño empresarial, de modo que las empresas deben, por tal razón, enfocar sus actividades en torno de sus competencias esenciales. Vale la pena rescatar las principales ideas de esta concepción.

A lo largo del tiempo el patrón predominante del crecimiento de las empresas estadounidenses fue exhibiendo significativas transformaciones. En la última década del siglo XIX se observó una intensa onda de fusiones y adquisiciones (F&A), caracterizada principalmente por la horizontalización (expansión en el mercado ya atendido). En la década de 1920 varias empresas optaron por la integración vertical. A partir de mediados de la década de 1960 muchas privilegiaron la diversificación productiva. Se estima que, en el ámbito de las F&A realizadas en Estados Unidos entre 1948 y 1978, cerca de 40% de los activos estuvieron relacionados con la diversificación concéntrica, 34% con la diversificación conglomerada, 17% con la horizontalización y 9% con la integración vertical (Karier, 1993).

Sin embargo, a partir de finales de 1970 y en la primera mitad de los años ochenta, se observó una drástica reversión de la tendencia a la creciente diversificación productiva, ya que las empresas comenzaron a reorientar sus actividades. De las 500 mayores empresas industriales de la revista *Fortune*, en 1950, más de 60% obtenían por encima de 70% de sus ingresos a través de un negocio. En 1974, ese porcentaje había disminuido a 37%, pero volvió a 53% en 1988 (Hitt, Ireland y Hoskisson, 2001). El gráfico V.1 muestra que a partir de mediados de 1970 la tendencia predominante

**Gráfico V.1**  
DIVERSIFICACIÓN PRODUCTIVA EN  
ESTADOS UNIDOS (1960-2000)



Fuente: Servaes (2002) citado por Moreira, J. & M. Planellas (2003). "Diversification and Performance: emerging vs. Developed economies", *Third International Iberoamerican Academy of Management*, São Paulo.

es la reducción de la diversificación productiva. En este gráfico la diversificación se entiende como la situación en la cual las empresas cuentan por lo menos con dos líneas de productos y los flujos de caja de los diferentes negocios están relacionados.

Una parte considerable de las diversificaciones productivas promovidas por las empresas estadounidenses no tuvieron éxito. Porter (1988) comenta que "la historia de las estrategias corporativas ha sido lamentable. Estudié el proceso de la diversificación de 33 grandes empresas de prestigio en Estados Unidos en el período 1950-1986 y descubrí que la mayoría de ellas había revendido, más que conservado, las adquisiciones realizadas. Las estrategias corporativas de la mayoría de las empresas se disiparon".

Diversos aspectos del desarrollo insatisfactorio de las empresas estadounidenses que optaron por la diversificación –en particular aquellas con carácter de conglomerado– han sido destacados. Uno de éstos se refiere al conflicto de agencia. En una empresa de capital reducido en la que existe separación entre la propiedad y la gestión, el conflicto de agencia se relaciona con el hecho que el agente (en este caso, los eje-

cutivos) puede ser oportunista al perseguir una agenda propia en lugar de buscar atender a los mejores intereses del principal (los accionistas). La diversificación favorecería más directamente los intereses de los ejecutivos por dos motivos: a) reduciría el riesgo de pérdida del empleo –o de disminución de la remuneración– de los altos ejecutivos; b) la diversificación y el tamaño de la empresa están altamente correlacionados, de tal forma que si el tamaño crece, también aumenta la remuneración de los ejecutivos (Hitt, Ireland y Hoskisson, 2001).

Teniendo en cuenta una estructura de capital reducido, cabe argüir que si uno de los objetivos de la diversificación fuese la menor vulnerabilidad frente a un mercado específico, los accionistas deberían realizarlo y no las empresas. Reforzando el argumento, casi siempre los accionistas conseguirían diversificar un grupo empresarial a un costo comparativamente menor, ya que podrían comprar acciones a precio de mercado, evitando los elevados sobreprecios (premios de control) de las adquisiciones de empresas (Porter, 1998).

En este contexto se destaca el mercado de control corporativo. Si la empresa presenta resultados insatisfactorios los precios de las acciones tienden a bajar, y si la propiedad de esas acciones es dispersa, la empresa corre el riesgo de sufrir un *take-over* hostil (una oferta pública de compra de acciones contra la voluntad de la dirección de la empresa). Este riesgo sería mayor en el caso de empresas con alta diversificación productiva, ya que en el mercado de capitales éstas tienden a definir precios con un “descuento” del orden de 5% a 15% (Moreira y Planellas, 2003). La mayor dificultad para estimar los flujos de caja cuando una empresa es altamente diversificada constituye uno de los motivos del llamado “descuento de la diversificación conglomerada”. Si el todo vale menos que la suma de las partes, muchas veces la intención de los promotores del *take-over* hostil es revender partes del conglomerado, reduciendo los costos efectivos de la adquisición.

En concordancia con esta visión, Porter (1998) destaca el hecho de que resulta preferible a la diversificación productiva la extensión geográfica de las unidades de negocios existentes –lo que implica la internacionalización productiva–, así sea por adquisición, asociación con otra empresa o constitución de una nueva planta. Por tanto, si existe una ventaja comparativa entre los tipos de diversificación posible –productiva *versus* geográfica–, Porter es claramente favorable a la segunda.

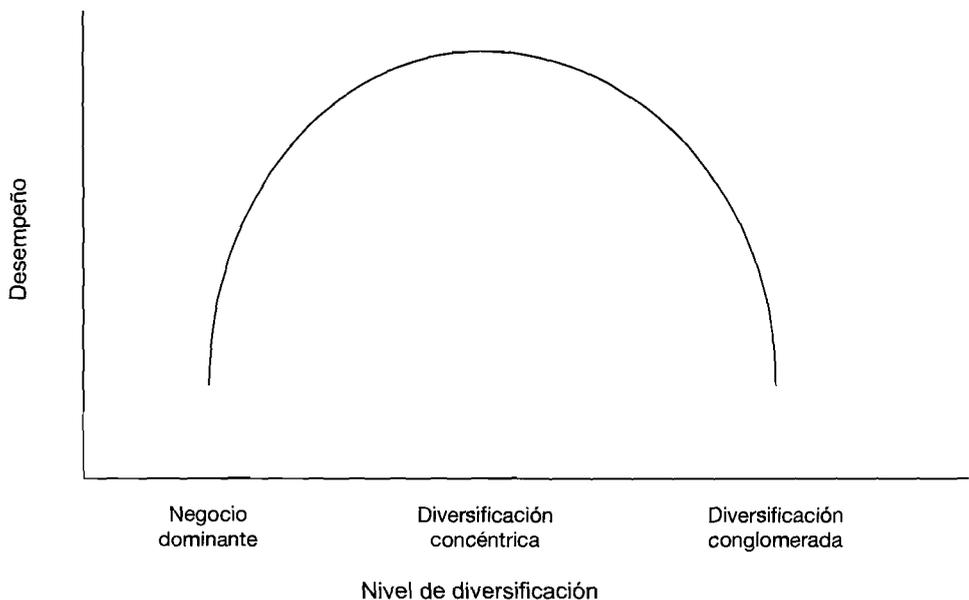
Moreira y Planellas (2003) destacan la existencia de tres modelos principales que buscan relacionar diversificación productiva y desempeño; el más influyente, no obstante, es el conocido como “relación curvilínea” o “modelo U invertida” (véase el gráfico V.2). Este modelo sugiere que el desempeño mejoraría hasta un determinado grado de diversificación, por encima del cual comenzaría a desmejorar. La conclusión es que la empresa se enfrenta con un límite en relación con la diversificación, el cual puede ser eficientemente administrado. De esto se deduce, por lo demás, que la diversificación relacionada es mejor en términos de desempeño, tanto en comparación con una alta especialización (focalización) como con una diversificación conglomerada. Markides y Williamson (1997) comentan que la literatura académica apunta predominantemente a la “superioridad” de la diversificación relacionada frente a la diversificación conglomerada.

El modelo de U invertida es compatible con la contribución de E. Penrose que analizó el tema del crecimiento y la diversificación de la empresa en 1959. Sus ideas fueron retomadas a mediados de la década de 1980, exactamente cuando las empresas estadounidenses estaban reduciendo su abanico de actuación. De hecho, según Foss (1997), a partir de 1984, con la publicación de los artículos *A Resource Based View of the Firm* (B. Wenefelt) y *Towards a Strategic Theory of the Firm* (R.P. Rumelt), comenzó a configurarse la escuela denominada Resource Based View (RBV). Ésta investiga el origen de las ventajas competitivas, tomando como base los recursos y las competencias, es decir, el modo como los recursos se aplican y combinan entre sí.

## 2.2 Justificaciones para la diversificación conglomerada en países en desarrollo

En los países en desarrollo en general y en América Latina en particular, la estructura de propiedad y el grado de especialización productiva son bastante diferentes de

**Gráfico V.2**  
RELACIÓN CURVILÍNEA ENTRE  
DIVERSIFICACIÓN Y DESEMPEÑO



los patrones observados en Estados Unidos. En general, las grandes empresas privadas locales están controladas por familias, las que también se encargan de la gestión; además, el grado de diversificación productiva es de mayor alcance. Considerando, por otra parte, la alta concentración de propiedad, el mercado de control corporativo resulta poco relevante. Por lo demás, son pocas las empresas latinoamericanas que se han llevado a cabo en la internacionalización productiva. La intensidad del esfuerzo tecnológico de las empresas latinoamericanas es relativamente baja en comparación con el comprobado en países desarrollados. En suma, el formato empresarial típico de las empresas privadas latinoamericanas es muy distinto de lo que podría denominarse el “paradigma estadounidense”.

Es cierto que la configuración de empresas de control familiar con elevada diversificación productiva no es un fenómeno exclusivo de América Latina. También se la encuentra en otros lugares, aunque con diversas denominaciones. Esas empresas en Corea del Sur se denominan *chaebols*, en la India *business houses*, en Turquía *holding companies*. En América Latina se llaman *grupos económicos*. Algunos autores sostienen que estos conglomerados familiares son la forma más importante de estructuras empresariales en el mundo (Kim, Kandemir y Cavusgil, 2001).

La temática de los llamados “grupos económicos”, cuya característica principal es la diversificación conglomerada, se remonta a la década de 1970. De hecho, la mayoría de los textos recientes sobre el tema resalta la importancia del artículo *Industrial Organization and Entrepreneurship in the Developing Countries: the economic groups*, de N. Leff, publicado en 1978.

Koch y Guillén (2001) argumentan que los grupos económicos se beneficiarían de un tipo particular de innovación. En lugar de crear nuevos productos, se basaron en contactos –dentro y fuera del país– para combinar tecnologías y capacitaciones organizacionales extranjeras con fuentes de recursos y mercados locales. En las etapas iniciales de desarrollo en países de industrialización tardía, la habilidad para utilizar contactos era una competencia valiosa, rara, comercializada imperfectamente y con altas barreras de imitación. Puesto que la capacitación para conseguir contactos era aplicable genéricamente a diversas empresas, esto estimularía la diversificación conglomerada y favorecería el crecimiento de grupos económicos, pero sólo en contraste con la existencia de las reglamentaciones asimétricas y el proteccionismo.

Koch y Guillén (2001) señalan, además, que los grupos económicos tendieron a crecer más por nuevas plantas (*greenfield investment*) que por adquisiciones, participando en varias empresas sin seguir un patrón ordenado. Por otra parte, las alteraciones en el ambiente de competición y selección en los países de industrialización tardía influenciarían las capacitaciones relevantes. La importancia de las “capacitaciones de relacionamiento” (contactos), después de alcanzar la cúspide en el período inicial de industrialización en los países en desarrollo, tendería a declinar. Simultáneamente, aumentaría la importancia de la diversificación concéntrica.

La contribución de Koch y Guillén (2001) enfatiza tres puntos importantes. Primero, las competencias esenciales de las empresas en los países en desarrollo serían distintas de las observadas en empresas estadounidenses. Por ser competencias de carácter relacional favorecerían una diversificación conglomerada, en tanto que las

competencias tecnológicas estimularían una mayor focalización de las actividades o una diversificación concéntrica. Segundo, el crecimiento de las empresas a través de una diversificación conglomerada fue estimulado por el propio proceso de industrialización. Tercero, alteraciones en el ambiente económico en los países en desarrollo inducirían una reformulación de las estrategias, orientadas a una mayor focalización.

Ghemawat y Khanna (1998) y Khanna y Palepu (1999), por otra parte, critican la premisa según la cual las compañías de países en desarrollo deberían seguir las estrategias exitosas, adoptadas por empresas localizadas en países desarrollados, y enfocar su acción en sus actividades centrales (*core businesses*). En otras palabras, rechazan la idea de que la supuesta diversificación excesiva –elemento característico de los grupos económicos– debería reducirse, de tal forma que se aproximara a las “mejores prácticas gerenciales” observadas en las economías centrales. Según Khanna & Palepu (1999, p. 126), implícita o explícitamente, el mundo financiero occidental estimulara los grupos económicos a desmembrar sus activos, del mismo modo que las compañías en las economías avanzadas hicieron en los años ochenta.

Ghemawat y Khanna (1998) señalan cuatro justificaciones para la existencia de los llamados grupos económicos: poder en múltiples mercados; recursos relacionados; imperfecciones de mercado y escasez de talento empresarial, y distorsiones de políticas. Las dos primeras habrían sido ampliamente discutidas en la literatura sobre diversificación productiva y son coherentes con el ambiente económico encontrado en los países desarrollados. Las instituciones faltantes van desde bancos de inversión y empresas de capital de riesgo, pasando por empresas de auditoría hasta escuelas de administración de empresas. De esta manera los grupos económicos podrían actuar como sustitutas de esas instituciones faltantes y podrían ser más rentables que las empresas focalizadas. Incluso podrían facilitar la entrada en nuevos negocios, funcionando como capital de riesgo, así como solucionar la falta de gerentes calificados a través de un mercado interno de trabajo. Podrían también desarrollar una marca común para varios productos que identificara bienes y servicios de calidad (“clase mundial”). Por tanto, el desmontaje de la estructura de los grupos económicos diversificados, al comprobar los importantes vacíos existentes en relación con el funcionamiento (adecuado) de los mercados en países en desarrollo, podría generar más problemas que ventajas.

En cuanto a las distorsiones de políticas, los impuestos basados en ventas, en lugar de los relativos al valor agregado, podrían estimular la integración vertical de empresas de gran tamaño. A partir del análisis de la experiencia india, Ghemawat y Khanna (1998) concluyen que las reacciones de las empresas al “choque competitivo” resultan consistentes con la visión según la cual los grupos económicos constituyen respuestas a las distorsiones de las políticas.

Otros autores destacan los beneficios de los grupos económicos constituidos en conglomerados familiares. Para Kim, Kandemir y Cavusgil (2001) y Andrade, Barra y Elstrodt (2001) la estructura informal de los conglomerados familiares facilita tomar decisiones rápidas, lo que es un atributo decisivo en economías de gran crecimiento que frecuentemente experimentan significativas turbulencias. Tales grupos poseerían fuertes valores compartidos, cimentados en la visión y legado del fundador. La leal-

tad de los trabajadores sería mayor y la rotatividad gerencial tendería a ser menor. Además, los fuertes lazos con agencias gubernamentales y partidos políticos se transformarían en ventajas competitivas.

### 2.3 *La evidencia empírica sobre diversificación en América Latina*

Ante las significativas diferencias señaladas entre los ambientes y las configuraciones empresariales comprobadas en los países latinoamericanos en contraste con la experiencia estadounidense, cabe indagar si las motivaciones y los resultados de la diversificación serían distintos en ambas realidades.

Hitt, Ireland y Hoskisson (2001) señalan como algunas de las principales motivaciones para la diversificación concéntrica, el aprovechamiento de las economías de amplia gama; la transferencia de competencias esenciales; el incremento del poder de mercado; el bloqueo de las acciones de los competidores, y la integración vertical. A su vez, las motivaciones de la estrategia concéntrica estarían relacionadas con las economías financieras derivadas de la inversión de capital más eficiente, y la reestructuración de los negocios. Los autores indican también algunos incentivos a la diversificación, como la regulación antimonopolios; los regímenes tributarios; la disminución de la exposición frente a una industria de bajo rendimiento; la reducción del riesgo financiero, y la motivación gerencial.

En cuanto a la diversificación de las empresas localizadas en países en desarrollo, Nachum (1999) argumenta que varios mercados locales no son lo suficientemente grandes como para permitir el crecimiento de empresas aisladas. Además, algunas economías están sujetas a grandes riesgos y a la inestabilidad de los rápidos cambios estructurales. Esto estimularía la diversificación como un medio de evitar el riesgo de la especialización en una sola industria. En muchos países en desarrollo existe la tradición de que cada miembro de la familia posea una parte igual en las empresas por administrar. Por lo demás, la falta de tecnología por parte de las empresas propietarias, implicaría la inexistencia de competencias para explorar en actividades relacionadas. Por el contrario, la adquisición externa de tecnología posibilitaría una trayectoria de crecimiento basada en la diversificación conglomerada.

El cuadro V.1 muestra los resultados de la investigación realizada por Nachum (1999), en la que participaron 44 empresas. Éstas forzosamente operaban en más de un sector, aunque no más de 90% de las ventas podían provenir de un producto. Además, la empresa debía ser originalmente productora de productos básicos (*commodities*). De la muestra total, 12 empresas estaban localizadas en países latinoamericanos. Se observa que tanto en la muestra en total como en América Latina en particular, el objetivo principal de la diversificación fue superar los límites de crecimiento impuestos por el mercado, lo que no puede atribuirse a ninguna particularidad de los países en desarrollo. Se comprueba que la búsqueda de una participación importante en el mercado por encima de los competidores fue más significativa para las empresas latinoamericanas (26%) que para el total de la muestra (14%). Sin embargo, el principal aspecto es la reducida importancia de factores como “beneficiarse de actividades

complementarias” y “aprovechar los beneficios obtenidos con las diversificaciones previas”, los que parecen más directamente ligados a la diversificación concéntrica. En la muestra total, a este punto correspondió 26% de la respuesta, contra 20% en América Latina.

En cuanto a las fuentes de financiamiento, Nachum (1999) señala que la mayoría de las diversificaciones de las empresas latinoamericanas fueron financiadas con recursos internos (56%). Respecto al mercado de destino, 67% estuvieron dirigidas

**Cuadro V.1**  
PRINCIPALES OBJETIVOS DE LA DIVERSIFICACIÓN DE  
LAS EMPRESAS LOCALIZADAS EN PAÍSES EN DESARROLLO  
(en porcentajes)

	Total de la muestra	América Latina	Asia	Medio Oriente	Sureste asiático	África
Ingresar en actividades nuevas con el objeto de acrecentar el tamaño actual	37	32	9	25	34	54
Beneficiarse de actividades complementarias	18	20	3	33	22	12
Conseguir una posición importante frente a los competidores	14	26	30	0	10	4
Disminuir los efectos cíclicos de la concentración en una sola empresa	12	15	7	0	14	11
Aprovechar los beneficios obtenidos con las diversificaciones previas	8	0	18	0	8	11
Ingresar en nuevas actividades por declinación de la actual	5	3	37	42	2	4
Lograr mayor proximidad con los consumidores finales	2	0	0	0	7	0
Seguir la estrategia de los principales competidores	1	3	0	0	2	0
Controlar la distribución de los productos intermediarios y/o finales	0	0	3	0	0	0
<b>TOTAL</b>	<b>100</b>	<b>100</b>	<b>100</b>	<b>100</b>	<b>100</b>	<b>100</b>

Fuente: L. Nachum, "Diversification Strategies of Developing Firms", *Journal of International Management*, Vol. 5, p. 125, 1999, Filadelfia.

al mercado interno, 20% a exportaciones a países en desarrollo, 7% a exportaciones a países desarrollados y 5% al mercado internacional por vía subsidiaria. Por tanto, se ratifica que el crecimiento preferencial fue por la vía de la diversificación productiva orientada a atender el mercado interno, en perjuicio de la internacionalización, así ocurra ésta por medio de exportaciones como en virtud de inversiones directas.

Considerando la muestra como un todo, las empresas preferirían utilizar el desarrollo interno (nuevas inversiones) como una forma de entrar en nuevos negocios. Por tanto, la importancia relativa de esta opción viene retrocediendo a lo largo del tiempo, en tanto que la adquisición por compras ha aumentado. El mayor cambio verificado fue en relación con las asociaciones establecidas con empresas internacionales, las que pasaron a ser particularmente relevantes en las diversificaciones realizadas en la década de 1990 (Nachum, 1999).

Un segundo punto se refiere a los estudios empíricos acerca de la relación entre diversificación productiva y desarrollo en países en desarrollo. Pese a haber aumentado el interés en el tema a partir de 1998, los trabajos aún son escasos y los resultados no concluyentes (Lins y Servaes, 2002). En esta sección se comentarán dos estudios dedicados a América Latina.

Khana y Palepu (1998) analizan el desarrollo de los grandes grupos chilenos. Se escogió Chile como objeto de análisis, ya que este país fue uno de los pioneros en la adopción de reformas económicas en el ámbito de los países en desarrollo. Además, a diferencia de lo observado en otros lugares, los grupos económicos no sólo cuentan con una definición legal, sino que aparecen regularmente acompañados por las autoridades económicas. En este estudio se consideraron 34 empresas afiliadas a diez grupos económicos, además de 80 empresas independientes, en el período 1988-1996.

Tres fueron los principales resultados obtenidos por Khanna y Palepu (1998). Primero, tanto en 1988 como en 1996 la rentabilidad (medida por ganancias/activos) fue mayor para las empresas que forman parte de los grupos económicos que para las empresas independientes. Segundo, no se encontró suficiente evidencia estadística para ratificar la hipótesis según la cual los beneficios de afiliación a un grupo económico basado en diversificación conglomerada tenderían a disminuir con el paso del tiempo. Tercero, se identificó una relación curvilínea (con forma de "U") relacionando el grado de diversificación del grupo y el desempeño. Por tanto, el desempeño de la empresa retrocedería si ésta participara de un grupo económico con poca diversificación hasta un cierto límite, más allá del cual pasaría a tener una evolución positiva. Esta curva en "U" sería consistente con la existencia de costos fijos de intermediación, es decir, solamente grupos que excedieran un determinado grado de diversificación conglomerada tendrían incentivos para invertir en sistemas que capitalizaran los beneficios potenciales de los mercados internos de trabajo y capital. Y algo muy importante, el formato de la curva sería el opuesto al observado en economías desarrolladas, como la de Estados Unidos.

Moreira y Planellas (2003), a su vez, investigan la experiencia de empresas industriales mexicanas en el período 1997-2001. La muestra estuvo compuesta por 60 empresas y la variable de desempeño adoptada fue la tasa de crecimiento de las ventas. Ellos también encontraron una relación curvilínea, sin embargo con un formato cer-

cano a la “U” invertida, aproximándose a la evidencia predominante en la literatura estadounidense. Los autores señalan, además, que los vacíos institucionales, aspecto central de la argumentación de Khana y Palepu (1998), podrían estar más relacionados con el tamaño de la empresa que con la diversificación propiamente tal. El hecho de que eligieran variables de desempeño diferentes, puede haber ocasionado que los dos estudios citados llegaran a conclusiones opuestas. En este sentido, los resultados obtenidos en los escasos estudios sobre la correlación entre diversificación productiva y desempeño no son concluyentes.

#### 2.4 *La evolución de las estrategias corporativas de las grandes empresas industriales latinoamericanas*

Numerosos son los estudios que intentan avalar la modificación de las estrategias corporativas de grandes empresas latinoamericanas a partir de estudios de caso. Desde el punto de vista del nuevo régimen de regulación e incentivos, los temas más importantes en la década de 1990 fueron *grosso modo* la apertura económica y las privatizaciones. En tanto que la primera indujo una reestructuración industrial de grandes proporciones que en muchos casos resultó en una mayor focalización, ventas de activos e incluso enajenación del control accionario, la segunda abrió nuevas posibilidades de inversión, ya en el país de origen (diversificación productiva), ya en el exterior (internacionalización).

En el caso brasileño Ruiz (1997) analiza la evolución de 20 empresas industriales durante el período 1980-1983, cubriendo por tanto la llamada “década perdida” y los años iniciales de la apertura económica. De ese conjunto 18 eran controladas por capitales nacionales (Machile/Sharp, ABC-Algar, Docas, Gerdau, Villares, Cofap, Metal Leve, Web, Hering, Vicuña, Alpargatas, Sadia, Perdigao, Votorantim, Klabin, Suzano, Caemi y Matarazzo) y dos por capitales internacionales (Belgo-Mineira y Bunde & Born). Estos dos grupos fueron incluidos, porque habrían aplicado estrategias que estuvieron en gran medida condicionadas por el ambiente económico brasileño, y con el propósito de facilitar la comparación con estrategias practicadas por empresas brasileñas, como Hering, Vicuña y Gerdau.

En los años ochenta, como señala Ruiz (1997), la alta inestabilidad macroeconómica indujo a los grupos económicos brasileños a adquirir empresas o activos que servían como reserva de valor (minería, inmuebles, reforestación). La recesión estimuló estrategias cuyo objetivo principal era el dominio de mercado, tanto por horizontalización como por integración vertical. Ante la situación del mercado interno, algunos grupos intentaron aumentar sus exportaciones, pero la atención hacia aquel continúa siendo prioritaria. Pocos fueron los grupos capaces de mantener las estrategias basadas exclusivamente en oportunidades tecnológicas. Por otra parte, diversas empresas se valieron de estrategias más conservadoras, reproduciendo ventajas competitivas existentes. Se ratificó la ausencia de conexiones entre los grupos económicos industriales y las instituciones financieras. Se comprobó el predominio de estrategias basadas en la especialización (concentración de las actividades de los grupos económicos en un área de expansión bien definida) y en la diversificación sinérgica/

concéntrica. Además, pocos grupos se guiaron por estrategias puramente especulativas (véase el cuadro V.2).

En el caso específico de Votorantim, el mayor grupo industrial diversificado del país, Bonelli (1998) señala que hasta inicios de los años ochenta su estrategia principal fue el aumento de la diversificación, principalmente en los sectores de insumos básicos. En la primera mitad de aquella década, no obstante, las inversiones se vieron sustancialmente reducidas, debido a que la crisis de la industria del cemento se prolongó por varios años.

A comienzos de los años noventa la mayoría de los grupos económicos brasileños adoptaron las estrategias corporativas de especialización y especialización intensiva (focalización en actividades alrededor de un sector, con productos o algunas líneas de

**Cuadro V.2**  
ESTRATEGIAS CORPORATIVAS DE  
GRANDES GRUPOS INDUSTRIALES EN  
BRASIL, 1980-1993

Grupos	1980-1989	1989 - 1992/1993
Machline/Sharp	Diversificación sinérgica	Especialización intensiva
ABC Algar	Diversificación sinérgica y especulativa	Especialización intensiva
Docas	Diversificación sinérgica y especulativa	Especialización intensiva
Gerdau	Especialización	Especialización
Villares	Diversificación o sinérgica	Especialización intensiva
Belgo-Mineira	Diversificación sinérgica	Diversificación sinérgica
Cofap	Diversificación sinérgica	Especialización
Metal Leve	Diversificación sinérgica	Especialización
Weg	Diversificación sinérgica y especulativa	Especialización
Hering	Diversificación sinérgica	Diversificación sinérgica
Bunge e Born	Diversificación sinérgica y especulativa	Especialización intensiva
Vicunha	Especialización	Diversificación
Alpargatas	Especialización	Especialización intensiva
Sadia	Diversificación sinérgica	Diversificación sinérgica
Perdigão	Diversificación sinérgica	Especialización
Votorantim	Especialización y diversificación (al final de la década de 1980)	Diversificación
Klabin	Especialización	Especialización
Suzano	Especialización	Diversificación
Caemi	Especialización intensiva	Especialización
Matarazzo	Diversificación especulativa	Quiebra

Fuente: R.M. Ruiz, "The Restructuring of the Brazilian Industrial Groups between 1980 and 1993", *Revista de la Cepal*, N° 61, 1997, p. 180, Santiago.

productos muy similares). Debido a la recesión, esos grupos postergaron inversiones y vendieron activos no estratégicos, especialmente los de naturaleza especulativa. A continuación decidieron reducir el grado de diversificación de sus estructuras industriales. Dentro del ámbito de sus áreas estratégicas de crecimiento, resolvieron paralizar, chatarrar y vender sus plantas más ineficientes o con mayor ociosidad. Se observó que la actuación en industrias intensivas en tecnología fue abandonada (Ruiz, 1997).

Goldstein & Schneider (2000) analizan los cambios en las estrategias corporativas de siete grandes empresa brasileñas a lo largo de la década de 1990: Brahma/AmBev, Embraer, Cofap, Metal Leve, Gerdau, Vicuña y Votorantim, de las cuales cinco habían sido previamente investigadas por Ruiz (1997). Aunque la mayoría de las grandes empresas brasileñas han buscado socios extranjeros y mercados externos, Goldstein y Schneider (2000) señalan que, dentro de los casos estudiados, se comprueba una gran heterogeneidad de respuestas frente a los cambios económicos ocurridos en los años noventa. Los grupos Vicuña y Votorantim escogieron el camino de la diversificación, aunque por medios distintos. El grupo Vicuña fue bastante agresivo en la adquisición (mediante participación accionaria) de empresas en proceso de privatización, en tanto que Votoratim se mostró más cauteloso. Este grupo continuó diversificándose en dirección de industrias no relacionadas, como papel y celulosa y jugo de naranja concentrado. En la década de 1990, Votoratim congeló sus activos relacionados con la industria textil, los que ya estaban bastante depreciados (Bonelli, 1998). Por su parte Vicuña revendió en 2001 su participación en la minera Companhia Vale do Rio Doce y la aumentó en la Companhia Siderúrgica Nacional.

AmBev, Embraer y Gerdau focalizaron sus actividades mediante adquisiciones y la expansión de operaciones internacionales, algunas veces beneficiándose del apoyo gubernamental. Como puede observarse en el cuadro V.2, Gerdau asumió invariablemente una estrategia de especialización en la industria siderúrgica. Por último, Metal Leve y Cofap, empresas especializadas en autopartes, terminaron en manos de compañías internacionales. Goldstein y Schneider (2000) concluyen que, a diferencia de la visión convencional que supone una convergencia en dirección de la estrategia corporativa “anglosajona” (basada en una mayor especialización productiva), dicha tendencia no se observa en el caso brasileño, ni siquiera al confrontar las grandes alteraciones en las políticas gubernamentales. De los siete casos considerados, dos aumentaron su grado de diversificación productiva, tres se mantuvieron focalizados y dos fueron adquiridos por empresas multinacionales.

De los 18 grupos nacionales investigados por Ruiz (1997), hasta 1983 sólo Matarazzo había desaparecido.<sup>1</sup> Desde mediados de la década de 1990, al menos cinco

---

<sup>1</sup> De acuerdo con Bonelli (1998) y Araújo Jr. (1985), Matarazzo habría adoptado un patrón de diversificación excesivo. Su crecimiento fue conducido por el predominio de intereses de carácter comercial orientados a las inversiones. Además, se caracterizaba por la simplicidad tecnológica de las industrias en que actuaba (a menudo de pequeña escala productiva), por el elevado grado de integración vertical, la escasez de recursos organizacionales y la ausencia de competidores relevantes. Con el aumento

quebraron o vendieron sus activos accionarios a terceros: Machline, Villares, Cofap, Metal Leve y Caemi.

Los impactos de la apertura comercial sobre 16 grandes empresas colombianas son analizados por Arango (1998). De ese total, seis pertenecían a grupos empresariales internos, cuatro estaban controladas mayoritariamente por empresas extranjeras, dos eran estatales y cuatro independientes. La selección de estas empresas consideró, además de su tamaño, su condición de producir bienes comercializables. A mediados de la década de 1990, los cuatro mayores conglomerados colombianos eran el Sindicato Antioqueño (cemento, seguros, alimentos, finanzas, comercio al por menor, textil), Santodomingo (cerveza y bebidas no alcohólicas, telecomunicaciones, aviación comercial, construcción, seguros, finanzas, automóviles), Sarmiento Angulo (finanzas, telecomunicaciones, construcción, química y cemento) y Ardilla Lülle (bebidas, textiles, agroindustria y vidrio). En 1995, las ventas consolidadas de esos cuatro grupos fueron equivalentes a 20,7% del PIB colombiano.

A pesar de su enfoque, consistente en priorizar las empresas de manera individual en perjuicio de las estrategias corporativas propiamente tales, Arango (1998) señala algunos indicios con respecto al hecho de que esos grupos económicos estarían entrando en nuevos negocios y, por tanto, ampliando el abanico de diversificación productiva. Por ejemplo, en 1994 el grupo Ardilla Lülle comenzó a producir cerveza para contrarrestar el virtual monopolio de la Cervecería Bavaria perteneciente al grupo Santodomingo. A su vez, Bavaria ingresó en el mercado de agua mineral, refrescos y jugos. Por su parte, en 1992 el grupo Santodomingo pasó a tener 51% de la Sociedad de Fabricación de Automotores S.A. (Sofasa), la que, como su nombre lo indica, es productora de automóviles, a partir del montaje de componentes importados.

Arango señala otras dos importantes características de los grupos diversificados colombianos. En primer lugar, las inversiones fueron prioritariamente destinadas a bienes no transables (servicios), los que permiten obtener mayor rentabilidad que los sectores productores de bienes transables internacionalmente. Además, las alianzas estratégicas de los grandes grupos internos con empresas multinacionales sólo se desarrollaron orientándose hacia nuevos mercados (como telefonía celular), y no hacia los sectores que históricamente estaban bajo su control (cerveza, gaseosas y textiles).

Dentro del ámbito de las grandes empresas colombianas cabe destacar la experiencia del Grupo Empresarial Antioqueño (GEA). Se trata del mayor conglomerado del país, con ingresos equivalentes a cerca de 7% a 8% del PIB de Colombia. A diferencia de otros conglomerados privados del país, su estructura patrimonial no es fa-

---

de la competencia a partir de los años cincuenta, esa estrategia de excesiva diversificación e integración vertical se volvió poco sustentable. En el transcurso del tiempo, la mayoría de los proyectos de Matarazzo fueron interrumpidos, debido a la incapacidad no sólo de seguir el ritmo de modernización en varios mercados simultáneamente, sino de realizar asimismo las inversiones necesarias para mantener posiciones estables en éstos. El proceso de desmantelamiento de Matarazzo se dilató por cerca de dos décadas.

miliar. Por lo demás, no existe una relación de subordinación entre los tres negocios principales (financieros/seguros, cemento y alimentos), como tampoco un consejo de administración central. Sin embargo, aunque el GEA formalmente sea una alianza estratégica entre empresas por medio de participaciones accionarias cruzadas, en la práctica funciona como un grupo (Londoño, 2004).

El grupo GEA se creó en 1978 con el objeto de que las empresas localizadas en la provincia de Antioquia no fuesen adquiridas por compañías de otras regiones. Sus principales actividades fueron heredadas de la Compañía Nacional de Chocolates (cuyo origen se remonta a 1920), Cemento Argos (1934) y Sudamericana de Seguros (1944). Según Londoño (2004), las prioridades de estrategia corporativa del GEA pueden dividirse en cinco fases:

- a. *Período 1978-1985*: continuidad del programa de defensa de las empresas de la provincia, lo que genera una profundización del proceso de diversificación.
- b. *Período 1985-1990*: refuerzo de las tres principales actividades del grupo, combinado con la expansión en el territorio nacional, orientada a ganar mercado en regiones como Bogotá.
- c. *Período 1990-1995*: focalización en las tres principales actividades, frente a la presión proveniente de la apertura económica.
- d. *Período 1995-2000*: formación de alianzas estratégicas con empresas extranjeras, aparentemente para actuar en el mercado colombiano, por medio de fusiones y adquisiciones en actividades en las que ya estaba funcionando.
- e. *A partir de 2000*: refuerzo de la focalización. Por tanto, desde 1985, frente a la apertura económica, la trayectoria del GEA ha estado enfocada en sus tres negocios principales, aunque no relacionados.

En el caso argentino Kulfas (2001) señala tres factores macroeconómicos de gran relevancia en la década de 1990. Primero, el proceso de apertura económica terminó provocando problemas de competitividad entre muchas empresas locales. Segundo, los compradores de las compañías privatizadas obtuvieron elevadas ganancias. Tercero, el atraso cambiario significó una valorización adicional para algunas empresas locales. Apreda (2000) destaca que en Argentina era muy frecuente que los grandes grupos familiares tuvieran sus propios bancos. Sin embargo, el sistema bancario argentino pasó a ser controlado en gran medida por instituciones extranjeras, rompiéndose ese vínculo.

Según Kulfas (2001) se comprobaron, por lo demás, tres estrategias predominantes entre las empresas argentinas en la década de 1990. Algunas abandonaron la actividad productiva, destinando sus recursos a la adquisición de activos financieros o inmobiliarios. Una variante fue el ejercicio de actividades económicas de menor envergadura en comparación con las practicadas anteriormente. En algunos casos, el retiro se habría debido a cambios en el contexto macroeconómico (Celulosa y Massuh, en la industria del papel; Richard, en la petroquímica) o a la evaluación de las posibilidades estratégicas de largo plazo (Astra).

Una segunda estrategia fue la consolidación y expansión de actividades productivas por parte de empresas que habían afianzado su participación en actividades ya exploradas, y esto por medio de reestructuración productiva, inversiones y adquisiciones, como lo demuestran las experiencias de Techint, Acindar (siderurgia) y Aluar (aluminio). La tercera estrategia la constituye la reconversión productiva, el proceso mediante el cual los grupos económicos modificaron su perfil sectorial, alterando su estructura de especialización. Algunas empresas invirtieron en nuevas actividades, como, por ejemplo, Garovaglio y Zorraquím que se retiró de la petroquímica para especializarse en la industria frigorífica y del cuero. Otras eligieron el camino de regresar al origen primario de las actividades productivas que consiste en el abandono (total o parcial) de las actividades de mayor valor agregado y en la focalización en las etapas iniciales del proceso productivo. El grupo Mastellone se asoció con la empresa francesa Danone, después vendió parte de sus activos a ese socio y se concentró en las primeras etapas de la producción de lácteos.

Kulfas (2001) analiza con más detalle la trayectoria de cinco grupos económicos argentinos: Pérez Companc, Techint, Macri, Mastellone, Bunge & Born. El grupo Pérez Companc fue bastante activo, tanto en la adquisición como en la venta de empresas. Su estrategia corporativa varió de una situación de creciente diversificación hacia otra de concentración en dos grandes áreas de negocios: energía y agroalimentos. En particular, adquirió varios activos privatizados. En materia de internacionalización, se benefició igualmente de las privatizaciones en el sector del petróleo, promovidas en otros países de América Latina.

En el caso de Techint destaca la internacionalización en la producción de tubos sin costura y la participación en el proceso argentino de privatización, bien para ganar acceso a un nuevo segmento en la industria ya instalada (siderurgia), bien para integrarse verticalmente (sector eléctrico, transporte de gas y ferrocarriles), bien para incorporarse incluso en nuevas actividades (telecomunicaciones). La trayectoria del grupo Macri en la década de 1990 se inscribe en el contexto de la importancia creciente de las actividades de servicios y la decreciente de las actividades industriales en Argentina, a lo que debe agregarse el incremento del grado de internacionalización productiva restringida a Brasil (tanto en servicios como en agroindustria). En este país el grupo realizó algunas adquisiciones en la industria de alimentos a partir de 1995, entre las cuales destaca la compra de los frigoríficos Chapecó (1999) y Prenda (2000).

La experiencia del grupo Mastellone estuvo marcada por la diversidad productiva (aunque la gama de productos estuviese cada vez más concentrada en el segmento inicial de la cadena productiva de lácteos), no menos que por la formación de una empresa mixta con la compañía francesa Danone. Por último, el grupo Bunge & Born presentó un comportamiento errático a lo largo de la década de 1990, caracterizado por la adopción de estrategias dispares. La participación del grupo en las privatizaciones fue marginal. Por otra parte, ya alcanzaba entonces un alto grado de internacionalización. En líneas generales, el movimiento estratégico del grupo fue reduciendo su presencia en el sector industrial local, no menos que en el conjunto de la economía argentina.

En el pasado más reciente se observaron algunos cambios estratégicos relevantes ocasionados por el éxodo de negocios –o por la reducción de su importancia relativa– de parte de algunos grupos económicos argentinos. En 2002 el grupo Pérez Companc vendió sus negocios de petróleo a la compañía estatal brasileña Petrobrás. El grupo argentino había entrado en la industria del petróleo en la década de 1950 como transportador del entonces estatal Yacimientos Petrolíferos Fiscales (YPF). En los años setenta se convirtió en contratista de YPF y, finalmente, en la década de 1990 ganó la licitación de algunos pozos que eran explotados por YPF. En el momento de la venta a Petrobrás, Pérez Companc era el segundo mayor productor de petróleo de Argentina (12,1%) y el cuarto de gas natural (10,7%). En 2002, asimismo, el grupo vendió su participación en la mina de oro Cerro Vanguardia, pasando a concentrar sus inversiones en petroquímica, agroalimentos y forestación.

El grupo Macri sufrió fuertes reveses en los últimos tres años, tanto en Brasil como en Argentina. En el primero, ante el cúmulo de deudas, se vio obligado a salir de Chapecó a fines de 2002. En su país de origen, el grupo encabezaba un consorcio que tenía la concesión del correo argentino desde 1997. Debido al incumplimiento del contrato, en el último trimestre de 2003 le fue revocada la concesión y el correo volvió a estatizarse al año siguiente. En los dos casos, Macri se retiró de negocios que eran relativamente nuevos. Por su parte, en 1997 el grupo Techint formó la subsidiaria Techtel, dedicada a las telecomunicaciones. En 2000 la empresa mexicana Telmex compró 60% de esta empresa y en 2004 adquirió otro 20%, con lo cual la participación del grupo Techint en Techtel se redujo a 20%.

En el caso mexicano, una trayectoria interesante es la del grupo Alfa, formado en 1974 como resultado de la división de los negocios del grupo Monterrey en cuatro fracciones independientes. Éste, cuyos orígenes se remontan a 1890, inició sus actividades con una cervecería, invirtiendo hasta la primera mitad del siglo XX en vidrios, papel, bancos y siderurgia. Se puede decir que el crecimiento del grupo Monterrey estuvo basado en la integración vertical. Con la división, el grupo Alfa pasó a controlar las actividades relacionadas con acero y papel (Hoshino, 1993).

Luego de su creación, Alfa asumió una estrategia de diversificación. Ésta coincidía con la política gubernamental que en esa época procuraba fomentar la formación de grupos económicos por medio de un tratamiento fiscal privilegiado para *holdings* y empresas de inversión que actuaran en diversas actividades industriales. En 1976 el grupo Alfa estaba operando en industrias tan variadas como siderurgia, tecnología siderúrgica, papel y embalaje, fibra sintética, electrónica, inmobiliarios, turismo, petroquímica, minería y comunicaciones. En esos años se determinó a invertir fuertemente en petroquímica (Dávila, 2000). Hasta fines de la década de 1970 Alfa continuó expandiéndose hacia nuevas actividades, tanto relacionadas con las operaciones ya existentes (creación de una planta de galvanización, lo que representa una integración vertical con la producción siderúrgica), como conectadas con nuevos mercados (agroindustria y afines).

La crisis financiera de 1981-1982 condujo a Alfa a redefinir el alcance de sus actividades, deshaciéndose de negocios poco rentables. Con la venta de algunas empresas de bienes de capital, de consumo y alimentos, volvió a priorizar su enfoque en

bienes intermedios, sobre todo en siderurgia y petroquímica. En 1988 el campo de actuación del grupo se había reducido a cuatro negocios: siderurgia, petroquímica, productos diversos y alimentos (Dávila, 2000). En la década de 1990 se observaron varias reorganizaciones, pero no alteraron el enfoque del grupo en esos cuatro negocios. Tal vez la única excepción fue el ingreso en prestación de servicios en telecomunicaciones.

Un cambio importante se produjo en febrero de 2004, cuando los accionistas del grupo Alfa decidieron realizar el desmembramiento de la siderúrgica Hylsamex. Hasta esa fecha el grupo tenía una participación de 90% en ésta. La división se organizó en dos etapas: la primera se llevó a cabo en el primer trimestre de 2004 y la segunda a inicios de 2005, cuando Hylsamex ya fuera independiente. Una vez finalizado este proceso, Alfa concentraría sus actividades en tres negocios: petroquímica, alimentos refrigerados y componentes de aluminio para automóviles. En realidad, la importancia de la siderurgia en el total de las ventas del grupo se redujo de 37% (en 1983) a 32% (en 1996) y, finalmente, a 25% (en 2004). En este sentido, la decisión relativa al *spin-off* de la actividad siderúrgica solamente precipitó una tendencia de largo plazo.

Aquella esperada convergencia de las estrategias corporativas de las grandes empresas industriales latinoamericanas no tuvo lugar. Sin embargo, es interesante observar que en algunos casos la privatización posibilitó el ingreso de los grupos económicos en nuevos negocios, aunque éstos no siempre consiguieron mantener esas posiciones a lo largo del tiempo. De esta forma, la salida de actividades no se limitó sólo a aquellas tradicionales que se vieron afectadas por la apertura económica, sino que además incluyó inversiones relativamente nuevas. Las privatizaciones generalmente son oportunidades únicas (*once-and-for-all*), aunque en algunos casos no llegan a convertirse en eventos definitivos (*once-and-forever*).

### 3. Estrategias de internacionalización

#### 3.1. Motivaciones de la internacionalización y competencias

Aunque el tema de la internacionalización sea menos controvertido que el de los grupos económicos, es relevante presentar sucintamente algunos términos recurrentes de la literatura. De modo genérico, la internacionalización es simplemente la venta de productos en mercados diferentes de su mercado interno. Las modalidades de ingreso al mercado internacional consisten en exportación, licencias, alianzas estratégicas, adquisiciones y nuevas inversiones. Ya que el énfasis está puesto en la internacionalización productiva, en este artículo sólo se consideran los tres últimos tipos.

Hitt, Ireland y Hoskisson (2001) sitúan la discusión sobre estrategias empresariales de internacionalización, poniendo el acento en la realidad de las corporaciones localizadas en los países industrializados. Los principales incentivos son el aumento del tamaño del mercado de acuerdo con los límites de crecimiento impuestos por mercados (ya existentes) con baja tasa de crecimiento; el mejoramiento de la rentabilidad, al permitir, por ejemplo, la reducción de los costos de investigación y desarrollo y la

disminución del riesgo de las variaciones cambiarias por la distribución de las actividades en varios países; el aprovechamiento de economías de escala y alcance, lo que depende de la capacidad de estandarización y utilización de plantas productivas similares, y las ventajas locales relacionadas con el acceso a materias primas o con la proximidad respecto de consumidores importantes.

Según Dunning (1993) los inversionistas extranjeros tienen cuatro motivaciones principales: algunos apuntan a la búsqueda de nuevos mercados (*market seeking*); en este escenario las inversiones están orientadas a la exploración del mercado interno del país huésped (y eventualmente de los países vecinos). Inversiones que buscan a la explotación de recursos naturales o mano de obra no calificada cuya prontitud es obviamente la principal ventaja de los países hospederos son denominadas *resource seeking*. Otros inversionistas buscan racionalizar la producción para apropiarse de economías de especialización. Es decir, por medio de procesos complementarios, tanto comerciales como productivos, de las operaciones de filiales de las empresas multinacionales, a menudo practican lo que se denomina búsqueda de eficiencia (*efficiency seeking*) o inversiones racionalizadas (*rationalized investments*). Finalmente, existen las inversiones dirigidas a la adquisición de recursos y capacidades que puedan ayudar a la empresa a mantener y aumentar su potencial de competitividad tanto en el mercado global como en los mercados regionales, lo que se conoce como búsqueda de activos estratégicos (*strategic asset seeking*).

Otra contribución importante es el llamado “paradigma de Dunning” que busca integrar en una estructura teórica única el comercio, la inversión extranjera directa y la concesión de licencias. La internacionalización productiva dependería de tres factores: ventajas específicas de propiedad; ventajas asociadas a la internacionalización; ventajas locales específicas. Respecto de las ventajas específicas de propiedad, debe observarse que las empresas entran en operación en el exterior porque cuentan con algunas condiciones favorables (tecnología, producto diferenciado, entre otros) que los competidores no poseen. Esto puede compensar con creces los costos y riesgos de inversión directa en el exterior (IDE), no menos que el imperfecto conocimiento del mercado en comparación con los productores locales. Las ventajas de internacionalización se vinculan con el problema de atender el nuevo mercado directamente y no mediante la concesión de licencias. Ya sea por la dificultad en la valorización de la tecnología que se pueda conceder en licencia, ya porque el éxito del producto pueda estar asociado a aspectos mercadológicos, ya incluso por el riesgo de que la compañía licenciada se convierta ulteriormente en un competidor, muchas veces la empresa prefiere explorar directamente estas ventajas específicas de propiedad, en lugar de conceder licencias a terceros. Finalmente, las ventajas específicas de localización conciernen a la decisión de atender el mercado mediante producción interna o recurriendo a exportaciones. Fuentes de materias primas, costos salariales reducidos, elevados costos de transporte, altas barreras comerciales (tarifarias y otras) favorecen más bien la IDE en comparación con la opción de las exportaciones.

Para los propósitos de este artículo el factor principal es el tipo de ventajas específicas de propiedad. Según Nonnerberg y Mendonça (2004), la hipótesis de IDE determinadas por activos específicos que compensen la desventaja inicial de las empre-

sas extranjeras respecto de las locales, pasó en la literatura a constituir la tradición HKC, en homenaje a Hymer, Kindleberger y Caves. Este último sostiene que las IDE se producen básicamente en sectores dominados por los oligopolios. Al existir diferencia de productos, el patrón predominante será el de inversiones horizontales (en el mismo sector); al no haberla, predominarán las inversiones verticales, sobre todo en actividades que se sitúan hacia atrás en la cadena productiva. Por tanto, las tecnologías y los productos diferenciados usualmente son considerados las dos principales ventajas específicas de propiedad, las que a su vez representan recursos y competencias distintas.

Según IEDI (2003), S. Lall señala que el tipo de ventaja de propiedad con que cuentan las grandes empresas de los países en desarrollo es, en general, diferente del que exhiben las empresas localizadas en países desarrollados. La internacionalización de las empresas de los países en desarrollo tendería a estar asociada a algún tipo de ventaja que éstas constituirían sobre la base de tecnologías ampliamente difundidas, especial conocimiento del mercado, habilidades de gestión, o que pueden haber surgido de adaptaciones o mejoramientos en la tecnología de procesos o productos. De esta forma, sustentarían su internacionalización fundándose en ventajas que compensaran su relativa fragilidad, especialmente tecnológica, en comparación con las empresas de los países desarrollados.

**Cuadro V.3**  
AMÉRICA LATINA: MAYORES MULTINACIONALES  
NO FINANCIERAS, 2001  
(en millones de dólares)

Empresa	País	Industria	Activos en el exterior	Ventas en el exterior	Empleos en el exterior
Cemex	México	Cemento	12.645	4.390	17.449
PDVSA	Venezuela	Petróleo	7.964	19.801	5.480
América Móvil	México	Telecomunicaciones	2.323	919	7.142
Pérez Companc	Argentina	Petróleo	2.154	471	1.182
Petrobrás	Brasil	Petróleo	1.715	848	1.790
Pananco	México	Alimentos y bebidas	1.549	1.362	14.955
Gerdau	Brasil	Siderurgia	1.488	988	3774
Gruma	México	Alimentos y bebidas	1.118	1.205	8.664
Copec	Chile	Petróleo	969	1.118	754
Savia	México	Diversificado	961	635	5.983
Grupo IMSA	México	Siderurgia	828	824	4.457
Grupo Bimbo	México	Alimentos y bebidas	738	883	21.448

*Fuente:* Conferencia de las Naciones Unidas sobre Comercio y Desarrollo (UNCTAD), *World Investment Report 2002: FDI Policies for Development: National and International Perspectives*, Ginebra, 2003

### 3.2. *La evolución de las estrategias de internacionalización de las grandes empresas industriales latinoamericanas*

Chudnosvky y López (1999) destacan que la participación latinoamericana como origen de IDE continúa siendo pequeña. Se estima que América Latina y el Caribe son responsables de 1,3% de las IDE mundiales y de 9% de las que tuvieron como origen países en desarrollo en el período 1992-1997. En 1998-2002 esta participación relativa pasó a 1,8% de las IDE mundiales y a 25% de las IDE provenientes de países emergentes. Cabe resaltar que en ese mismo período, 45% de las IDE latinoamericanas provinieron de paraísos fiscales.

Otro indicador relevante es el número de empresas latinoamericanas ubicadas entre las 50 mayores empresas multinacionales localizadas en países en desarrollo, de acuerdo con la clasificación anual elaborada por la Conferencia de las Naciones Unidas sobre Comercio y Desarrollo (UNCTAD). Desde 1996 el número de empresas latinoamericanas en dicha clasificación ha oscilado entre 12 y 15. En la información publicada en 2003, con datos relativos a 2001, figuran 12 empresas latinoamericanas. Conviene observar que estas empresas que se internacionalizaron, se concentraron mayoritariamente en actividades vinculadas a recursos naturales, como petróleo, cemento y siderurgia (véase el cuadro V.3).<sup>2</sup> Las grandes excepciones son América Móvil (Telmex), del sector de telecomunicaciones, y Savia (antiguo grupo Pulsar) con actividades intensivas en tecnología, como biotecnología. Cabe destacar que de esas 12 empresas, tres son petroleras estatales.

Chudnosvky y López (1999) resaltan que la mayoría de las empresas latinoamericanas que se internacionalizaron desde el punto de vista productivo, terminaron orientadas al mercado regional (o de países vecinos), lo que es coherente con los procesos de integración de Mercosur y NAFTA. De hecho, pocas fueron las empresas que, con el ánimo de atender el mercado por medio de IDE, buscaron una actuación realmente global. Al analizar la experiencia mexicana, Salas-Porrás (1998) comenta que en varios casos la internacionalización fue un mecanismo defensivo, ya que para resguardar el mercado nacional (en proceso de liberalización) era preciso ganar escala empresarial.

La mayoría de las IDE de las empresas latinoamericanas estuvo motivada por la búsqueda de mercados, ya que las empresas buscaban insertarse en mercados de mayor tamaño y con mejores perspectivas de crecimiento. Por otra parte, las inversiones que apuntaban a la búsqueda de recursos se concentraron en la industria petrolera.

---

<sup>2</sup> Las empresas latinoamericanas que se encuentran en la clasificación de la UNCTAD entre 1996 y 2002 y que no aparecen en el cuadro V.3 son: a) argentinas: Yacimientos Petrolíferos Fiscales (YPF) (petróleo); b) brasileñas: Aracruz (papel y celulosa), Brama Brahma/Ambev (bebidas), Companhia Vale do Rio Doce (minería), Sadia (alimentos), Souza Cruz (tabaco), Usiminas (siderurgia), Varig (transporte aéreo); c) chilenas: CMPC (papel y celulosa), Enersis (electricidad), Gener (electricidad); d) colombianas: Bavaria (bebidas); e) mexicanas: Celanese (química), Desc (diversificado), Ica (construcción), Sidek (turismo), Televisa (medios), Vitro (vidrio).

La modalidad prioritaria de IDE fue la adquisición de empresas ya existentes. Cabe señalar que las ventajas de propiedad de las empresas multinacionales latinoamericanas no se refieren a las capacidades innovadoras o activos tecnológicos situados en la vanguardia mundial. Al contrario, están más vinculadas a las capacidades administrativas, de dominio de tecnología de procesos ya difundidos, de gestión de la producción y eficiencia (Chudnosvky y López, 1999).

En el caso brasileño, IEDI (2003) señala que, a pesar de los significativos avances observados en los años noventa, la internacionalización productiva aún puede considerarse incipiente. Según este estudio, las inversiones en el exterior seguirán el camino ya trazado por las exportaciones. Además, se comprueba que la internacionalización tuvo un carácter complementario –no sustitutivo– respecto de las exportaciones. La IDE muchas veces se produjo a través de compras o asociaciones con empresas locales, principalmente como una forma de sortear las barreras comerciales impuestas (tarifarias y otras). En términos sectoriales, las inversiones productivas se concentraron en las industrias textil, química, metalúrgica, minera y automotriz. La estrategia de internacionalización predominante puede enmarcarse en la búsqueda de mercados.

En Argentina antes de los años ochenta, con excepción de algunos casos puntuales (como Bunge & Born y, en menor medida, Techint), la instalación de empresas en el exterior estaba restringida a la apertura de filiales comerciales y financieras, entre otras de menor envergadura. En la década de 1990, la internacionalización productiva se intensificó en relación con dos aspectos principales: a) expansión de empresas industriales en otros países del Mercosur con el objeto de aprovechar la inserción en esos mercados y aumentar la eficiencia de la producción de esos conglomerados; por ejemplo: Macri, Pérez Companc, Arcor, Bunge & Born, IMPSA, Bemberg e YPF; b) la participación en los procesos de privatización en América Latina: Pérez Companc, YPF y Soldati en la industria petrolera de Venezuela, Perú, Brasil y Bolivia; Roggio y Macri en sectores de transporte e infraestructura en Brasil; el grupo Techint en la siderúrgica venezolana Sidor.

Pasando del nivel nacional al sectorial, una industria en la que las empresas latinoamericanas vienen destacándose en términos de internacionalización productiva es la siderúrgica. De Paula (2004) compara las estrategias de internacionalización de empresas europeas (Arbed, Mannesmann/V & M, Thyssen/ThyssenKrupp, Korf, Usinor/Arcelor y Sidenor) y asiáticas (Nipón Steel, Kawasaki Steel/JFE, Ispat y Nat-Steel) que funcionan o funcionaron en América Latina, con las de las brasileñas (Gerdau, Usiminas, Belgo-Mineira y CS), mexicanas (IMSA e Hylsa) y argentina (Techint), que poseen inversiones directas en el exterior.

Una diferencia sustancial entre la estrategia de internacionalización de las empresas siderúrgicas latinoamericanas en comparación con sus congéneres internacionales tiene que ver con la temporalidad. Las primeras IDE en siderurgia latinoamericana se remontan a 1920, cuando la empresa Arbed, originaria de Luxemburgo, ingresó en el mercado brasileño. En 1950 Mannesmann (Alemania) y Nipón Steel (Japón) eligieron también ese camino, siendo seguidos en la década de 1970 por Kawasaki Steel (Japón) y Finsider (Italia). En realidad, se pueden distinguir dos fases de interna-

cionalización productiva en la siderurgia mundial. La primera, antes de 1980, fue poco intensa. La segunda, a partir de 1980, fue de hecho más relevante. Varias siderúrgicas pasaron a invertir en otros países. Las latinoamericanas, además de no haber participado en la primera fase de la internacionalización, lo hicieron tardíamente en la segunda. De las siete empresas siderúrgicas latinoamericanas analizadas, cuatro (IMSA, Hysamex, Belgo-Mineira y CSN) comenzaron a invertir en otros países a partir de 1997 (De Paula, 2004).

En cuanto a la intensidad de la internacionalización (la proporción de las ventas, activos y empleos que la empresa obtiene fuera de su país de origen), ésta es predominantemente baja en los dos conjuntos de empresas, aunque con algunas excepciones relevantes: Ispat International, Arbed y Tenaris (Techint). En realidad, la gran mayoría de las empresas siderúrgicas analizadas exhiben una internacionalización predominantemente regional, al tener, por ejemplo, más de 70% de la producción en el continente de origen: Nippon Steel, Kawasaki Steel/JFE, ThyssenKrupp, NatSteel, Arcelor, Usiminas, IMSA, Hysamex, Belgo-Mineira y CSN. En el área de tubos se percibe una mayor dispersión geográfica de los productores (Techint y Mannesmann/V&M), ya que están presentes en al menos tres continentes. En cambio, la compañía siderúrgica verdaderamente global es la Ispat International: es la única empresa, dentro de las analizadas, que incluso tiene IDE en la siderúrgica africana.

Con respecto al mantenimiento de las inversiones en el exterior, no se observa un patrón predominante. Por una parte, algunas empresas ya se han desprendido de sus participaciones en el exterior, como Arcelor, Thyssen/ThyssenKrupp, Kawasaki Steel/JFE, NatSteel, Sidenor e IMSA. Por otra parte, algunas otras las han mantenido, como por ejemplo Arbed, Techint, Gerdau, Usiminas, Belgo-Mineira y CSN. Como la internacionalización de las siderúrgicas latinoamericanas es más reciente que la de sus congéneres de otras regiones, resulta hasta casi natural que se hayan retirado con menor frecuencia.

Desde el punto de vista del tipo de ingreso preferente a los mercados, la internacionalización de las empresas siderúrgicas latinoamericanas fue predominantemente a través de la ampliación de inversiones existentes. La única excepción fue Hysamex, que tuvo una participación de 5% en el nuevo proyecto de inversión Posven, en Venezuela. Gerdau, a su vez, a pesar de entrar siempre en otros países a través de adquisiciones, terminó construyendo una nueva usina en Chile.

En cuanto al grado de integración vertical, es cada vez más frecuente la forma de inversión "parcial" por medio de las líneas de acabamiento. Desde este punto de vista, es interesante separar a aquellas empresas que pasaron a tener el control mayoritario de las compañías que poseían acerías (producción de acero) respecto de otras formas de inversión en la siderurgia. Estas son Arbed, Mannesmann/V&M, Thyssen/ThyssenKrupp, Korf, Ispat International, Arcelor, Sidenor, Techint, Gerdau y Belgo-Mineira. Tal vez esto sea lo más distintivo de la mayor o menor relevancia de la internacionalización para cada empresa.

La motivación básica de las inversiones extranjeras en la siderurgia fue predominantemente la búsqueda de mercados. Pocas empresas andaban tras la búsqueda de recursos, como Kawasaki Steel lo hizo en la década de 1970. Por lo menos dos empre-

sas latinoamericanas invirtieron en el exterior con la idea de prestar asistencia técnica o vender tecnología: Usiminas e Hylsamex, esta última en el caso de la Posven. Por su parte, en la industria de tubos sin costura, Techint es uno de los pocos casos en que puede observarse una búsqueda de eficiencia como principal motivación.

Pasando del contexto sectorial al empresarial, Cemex probablemente fue la empresa industrial privada latinoamericana que adoptó la estrategia de internacionalización productiva más agresiva. No sólo es líder del mercado mexicano de cemento, sino que pasó a ocupar el puesto de la tercera mayor empresa de la industria en el ámbito mundial, siendo superada tan solo por la empresa de origen suizo Holderbank y por la francesa Lafarge. Según Podolny y Roberts (1999) históricamente en cada mercado nacional la industria de cemento no estaba muy concentrada; sin embargo, las empresas líderes mundiales pasaron a ser bastante activas en la adquisición de empresas instaladas en los países en desarrollo que presentaban tasas de crecimiento de consumo mayores. Por tanto, esta industria no sólo sería cada vez más oligopólica, sino a la par cada vez más internacionalizada.

El origen de Cemex se remonta a 1906, cuando se construyó la primera fábrica de cemento en Hidalgo, a 12 km de Monterrey en Nueva León, al norte de México. En 1920, se construyó otra fábrica de cemento en Monterrey por la compañía Cementos Portland Monterrey, controlada por la familia Zambrano. Once años más tarde, las dos empresas se fundieron, dando origen a Cementos Mexicanos (Cemex), en la cual la referida familia continúa siendo uno de los principales accionistas (Podolny y Roberts, 1999).

La trayectoria de crecimiento de Cemex puede dividirse en tres etapas: a) el aumento de la participación en el mercado mexicano; b) la diversificación; c) la reconcentración de la industria de cemento conjuntamente con la internacionalización. En la primera fase la empresa se expandió, alcanzando una dimensión regional y luego, en la década de 1970, nacional. En la segunda etapa se diversificó, ingresando en una serie de negocios que le garantizaban entradas y ganancias más estables, como petroquímica y hotelería. Paralelamente, la empresa construyó o adquirió varias plantas de cemento en México (Podolny y Roberts, 1999).

En 1995, Cemex decidió revertir la diversificación anterior (deshaciéndose de las actividades de petroquímica, minería y turismo) y centrar sus actividades en la producción y comercialización de cemento. Dentro del ámbito de la industria mexicana de cemento no sólo creció orgánicamente, sino también a través de adquisiciones. Con las compras de Cementos Anáhuac (1987) y Cementos Tolteca (1989), su participación en el mercado mexicano subió de 40% a 65% (Podolny y Roberts, 1999).

En 1989, Cemex compró algunas empresas en Texas y California, pasando a controlar 10% del mercado de estos estados. Tres años más tarde, invirtió 1,8 mil millones de dólares para adquirir dos grandes plantas de cemento en España, La Valenciana y Sansón, que representaban cerca de 28% del mercado español del producto y 40% de la escala de producción de Cemex en México (Salas-Porras, 1998). La elección de España se habría basado en la afinidad cultural, la lengua, como también en el atractivo del mercado español. Después de la compra, Cemex tuvo dos grandes prioridades en relación con las unidades españolas: ampliar la utilización de la tecnología de in-

formación y promover un cambio de orientación (*turnaround*) que permitió ampliar los márgenes de ganancia operacional de 7% a 24% en dos años (Podolny y Roberts, 1999).

A mediados de la década de 1990, Cemex comenzó un intenso proceso de adquisiciones en América Latina, con el objeto de reducir la vulnerabilidad relativa a un mercado específico. La empresa estableció como meta que no más de un tercio del total de los ingresos debería provenir de un solo país. Entre 1994 y 1996 compró la segunda y tercera mayor industria de cemento de Colombia, una productora en la República Dominicana (con más de 70% de participación en el mercado), la única empresa de Panamá que utilizaba tecnología "vía seca" y la mayor fábrica de Venezuela (con 40% de participación en el mercado). En todas estas adquisiciones Cemex retuvo al menos el control accionario.

Garrido (2001) apunta que Cemex pasó a administrar la fábrica de cemento Mariel en Cuba, mediante un convenio que también le concedía el derecho de compra, y obtuvo además la administración de otras cinco plantas de cemento en la isla. Por otra parte, una alianza le garantizó el derecho de participar en la producción y comercialización de cemento en 12 países del Caribe. Otra adquisición le permitió reforzar su poder de mercado en las Bahamas, Bermudas, Islas Caimán y Haití. Cemex promovió cambios de rumbo en prácticamente todas las empresas compradas (Podolny y Roberts, 1999).

En 1997 realizó su primera inversión en el sureste asiático por medio de una participación de 30% en la productora de cemento filipina Rizal. La elección de este país se basó, una vez más, en la cultura y la lengua: el idioma inglés es ampliamente utilizado en Filipinas; sin embargo, el país fue colonia española hasta finales del siglo XIX. El ingreso en el mercado asiático en virtud de una participación minoritaria combinada con un contrato de asistencia técnica, constituyó un nuevo frente para Cemex (Podolny y Roberts, 1999). En un período más reciente adquirió dos plantas de cemento en Texas, conjuntamente con Lafarge, por 100 millones de dólares. El año 2000, por lo demás, Cemex registró la mayor adquisición en el exterior de su historia, al comprar la empresa estadounidense Southdown por más de 2 mil millones de dólares (Garrido, 2001). En 2001 adquirió una empresa productora de cemento en Tailandia. Durante el período 1988-2003 la capacidad instalada de la empresa pasó de 15 a 80 millones de toneladas.

Es interesante contrastar la trayectoria de crecimiento de Cemex con la de Votorantim Cementos. En el mismo período 1988-2003, la capacidad instalada de la empresa brasileña pasó de 17 a 29 millones de toneladas. La internacionalización de esta empresa es más reciente, ya que se inició en mayo de 2001. En esa ocasión adquirió St. Marys con dos fábricas en Canadá y otra en Estados Unidos, en conjunto con Lafarge. Además de pagar 680 millones, Votorantim asumió una deuda de 38 millones de dólares. Antes de esta compra sólo contaba con una unidad de cemento en Puerto Suárez, en Bolivia, que representaba menos de 1% de sus ventas totales. Las instalaciones adquiridas en América del Norte corresponderían a aproximadamente 20% de los ingresos de Votorantim Cementos en 2000. La empresa incluso reconoció que habría sido deseable que la adquisición de industrias en el exterior se hubiese iniciado

con anterioridad, cuando éstas eran abundantes y baratas. En el mismo sentido, declara que debido a ese "atraso" no podía pensar en alcanzar el tamaño de Cemex. Por otra parte, en su evaluación Votorantim considera que a lo largo de la década de 1990 sus plantas de cemento no estaban "al nivel de clase mundial". Por esto, la empresa no estaba preparada para la internacionalización (Feraz, 2001). En 2003 este proceso continuó con la adquisición de 50% de Suwannee, una fábrica de cementos ubicada en el sur de Florida. El 50% restante pertenece a Anderson Columbia.

En la última parte de esta sección se presenta la trayectoria de dos empresas mexicanas que iniciaron tentativas de internacionalización sin éxito. La productora Vitro adquirió, en 1989, por medio de una oferta hostil, Anchor Glass y compró Latchford, ambas en Estados Unidos, convirtiéndose en el segundo mayor productor de vidrio de ese país. Las operaciones estadounidenses correspondieron a 40% de la venta total de Vitro en 1990, 59% en 1992 y 56% en 1993. El precio de esas adquisiciones fue considerado bastante elevado. Debido al alto endeudamiento, el proyecto de expansión internacional fracasó, llevando a la venta de Anchor en 1997. Por tanto, la empresa volvió al mercado mexicano (Salas-Porras, 1998).

En relación con el fracaso de la internacionalización de Vitro, Garrido (2001) apunta otras interesantes informaciones. Primero, el fracaso de la experiencia de internacionalización puede comprenderse al considerar que el grupo redujo en 25% el volumen de sus activos líquidos. Segundo, paralelamente a la internacionalización en la industria del vidrio, en el mercado interno Vitro promovió además una diversificación conglomerada, orientada a la petroquímica y al sector bancario. En el período 1989-1994 Vitro invirtió cerca de 3 mil millones de dólares: 1,9 mil millones de dólares en México y más de mil millones de dólares en el exterior. Las inversiones en petroquímica y en el sector bancario fueron revendidas. Tercero, la empresa se equivocó respecto a la evolución del mercado del vidrio en general y al nivel tecnológico de la compañía estadounidense Anchor en particular. Después de la adquisición por 900 millones de dólares y de inversiones superiores a los 100 millones de dólares, Anchor fue revendida por 320 millones de dólares. Cabe destacar que, en el período 1994-1996, 12 de las 24 plantas de Anchor fueron cerradas. Tras una estrategia de crecimiento bastante agresiva, Vitro pasó a adoptar una conducta extremadamente conservadora.

La productora de camiones y microbuses DINA también enfrentó muchas dificultades durante el proceso de internacionalización. Adoptó una estrategia de crecimiento acelerado a partir de 1989, cuando la familia Gomes Flores la adquirió en un proceso de privatización. En 1994, DINA comenzó su internacionalización al comprar la mayor fábrica estadounidense de microbuses, Motor Coach Industries International (MCII), empresa que también poseía plantas en Canadá. En 1997, integró a DINA Autobuses dentro de la MCII como parte de pago de la adquisición de la compañía, pasando a controlar 61% de Motor Coach. En el mismo año, abrió en Las Mercedes (Argentina) una planta de montaje de microbuses y camiones orientada al Mercosur (Garrido, 2001).

Sin embargo, la estrategia de DINA encontró limitaciones respecto al apalancamiento de los cambios en los mercados financieros y del impacto de la desvaloriza-

ción cambiaría de 1995. En este contexto y frente a la amenaza de quiebra, la empresa tuvo que retirarse de los negocios en Estados Unidos. Vendió su participación en Motor Coach, incluyendo DINA Autobuses de México, quedando restringida a la fábrica de tractores en Sahún. En 2001 la situación financiera se agravó y la empresa no consiguió pagar sus deudas oportunamente (Garrido, 2001).

#### 4. Consideraciones finales

Intentaremos analizar ahora los tres puntos iniciales propuestos. La primera pregunta rezaba: ¿Fue el proceso de liberalización económica el que indujo y provocó la reducción del grado de diversificación productiva de las grandes empresas industriales latinoamericanas? No cabe duda que la liberalización económica causó grandes impactos en las estrategias corporativas de las empresas latinoamericanas. Es cierto que no se puso de manifiesto una tendencia predominante, ya que mientras el influjo de productos importados y el crecimiento de las multinacionales en las industrias latinoamericanas presionaban hacia una mayor focalización de la actividad, los procesos de privatización y desregulación permitían, por otra parte, el ingreso en nuevas actividades. En las experiencias argentina y brasileña, al menos, este último factor fue considerable.

Es muy probable que el desafío competitivo más intenso para los grupos económicos diversificados esté ocurriendo desde finales de la década de 1990, ya que las privatizaciones fueron menores y la presión ejercida por las empresas extranjeras –vía exportación o inversiones directas– se mantiene. En esta dirección, hay indicios de un segundo tipo de focalización, resultado de la salida (o al menos disminución relativa de la importancia) de sectores en los cuales los grupos económicos han ingresado recientemente. El hecho de que Vicuña se retirara de la minería, Pérez Companc de la industria petrolera y Macri de la concesión de servicios postales, son sucesos importantes que hacen pensar que la privatización fue un evento único (*once-and-for-all*), aunque no necesariamente definitivo (*once-and-forever*). Si esto se transforma en tendencia, es probable que la estrategia de focalización se torne nítidamente predominante, no sólo porque las empresas se comprueben incapaces de mantener el abanico actual de actividades, sino principalmente por la falta de oportunidades de inversión en sus países de origen. De hecho, las empresas se diversificaron y convirtieron en grupos económicos aprovechando las oportunidades abiertas por la industrialización, en un primer momento, y por la privatización, sobre todo a partir de la década de 1990. Por tanto, una alternativa para el crecimiento puede ser la internacionalización productiva, tema de la segunda pregunta.

Esta pregunta intenta evaluar cómo se comportan las inversiones directas de empresas latinoamericanas después del inicio de las reformas económicas. De manera general, el volumen de las IDE de empresas latinoamericanas aumentó, aunque la internacionalización productiva aún se considera incipiente. Otras características importantes de este proceso son el predominio de un enfoque regional (en perjuicio de una internacionalización productiva verdaderamente global), de una entrada vía ampliación de inversiones existentes (claramente correlacionada con el desfase tempo-

ral), de una motivación de búsqueda de mercados (aunque se hayan efectuado inversiones que apunten a la búsqueda de recursos) y, principalmente, el hecho de que las competencias distintivas (o ventajas específicas de propiedad) estén relacionadas con la administración y no con la tecnología o los productos diferenciados. En lo que se refiere a la internacionalización de carácter regional, ésta no es precisamente inmune a riesgos, como lo demuestra la experiencia de las empresas mexicanas Vitro y DINA en Estados Unidos. Por otra parte, este enfoque regional puede ser compatible con la dinámica competitiva de las industrias, como se lo puede comprobar en el examen de la siderurgia.

Aunque las IDE hayan sido básicamente horizontales, las estructuras de mercado en las cuales las empresas industriales privadas latinoamericanas sobresalían son predominantemente de tipo oligopólico homogéneo, con actividades intensivas en recursos naturales. Ahora bien, esto deriva de cómo estuvo manejado el proceso de industrialización y de las competencias esenciales desarrolladas. Nachum (1999) y Koch y Guillén (2001) destacan que la falta de tecnología propia por parte de las empresas implica la inexistencia de competencias que puedan ser explotadas en actividades relacionadas. En un sentido contrario, la adquisición externa de tecnología permitió una trayectoria de crecimiento basada en la diversificación conglomerada. Si bien esto favoreció una mayor diversificación productiva, restringió –aunque no eliminó– las posibilidades de internacionalización productiva. Por tanto, la ventaja comparativa entre diversificación e internacionalización productivas, en los términos propuestos por Porter (1988), no necesariamente hace algún sentido para las empresas latinoamericanas. El dilema implica una opción, pero debe observarse que ante la inexistencia de competencias tecnológicas, en un primer momento, la internacionalización productiva resultaba poco factible.

La tercera y última pregunta concierne a una eventual convergencia de las estrategias de las empresas latinoamericanas con respecto al patrón predominante en Estados Unidos. A juzgar por los dos puntos anteriores, es probable que la respuesta sea “no” o tal vez “aún no”. Primero, no se verificó una clara tendencia orientada a la focalización, aunque puede que ello se torne una trayectoria predominante en el curso de la década actual. Segundo, a pesar de su crecimiento, la internacionalización productiva aún es incipiente y, más importante, está basada en competencias o ventajas específicas de propiedad que son totalmente divergentes. Tal como se ha visto en los otros capítulos, la estructura de la propiedad de las grandes empresas industriales latinoamericanas continúa siendo básicamente familiar y concentrada.

## Bibliografía

- L.F. Andrade, J.M. Barra y H-P. Elstrodt (2001), “All in the Familia”, *The McKinsey Quarterly*, N° 4, pp. 81-89, Nueva York.
- Aprada, R. (2000), “Corporate Governance in Argentina 1991-2000”, XXXV Reunión Anual de la Asociación Argentina de Economía Política, Córdoba, Asociación Argentina de Economía Política.

- Arango, G.M. (1998), "Colombia: la estrategia empresarial en la apertura", Peres, W. (org), *Grandes empresas y grupos industriales latinoamericanos: expansión y desafíos en la era de la apertura y la globalización*, México, Siglo XXI, pp. 333-396.
- Araújo Jr., J.T. (1985), *Tecnologia, Concorrência e Mudança Estrutural: a experiência brasileira recente*, (Série PNPE, 11), Río de Janeiro, IPEA.
- Bonelli, R. (1998), "Las estrategias de los grandes grupos económicos brasileños", Peres, W. (org), *Grandes empresas y grupos industriales latinoamericanos: expansión y desafíos en la era de la apertura y la globalización*, México, Siglo XXI, pp. 218-284.
- Chudnovsky, D. y A. López (1999), "Las empresas multinacionales de América Latina", *Boletín Informativo Techint*, N° 297, pp. 29-64, Buenos Aires.
- Dávila, A. (2000), "Restructuring for Divestiture: the case of a Mexican conglomerate (1974-1988)", *Academy of Management Annual Meeting*, Toronto, Academy of Management.
- De Paula, G.M. (2004), *Internacionalização Patrimonial, Estratégias Competitivas e Seus Determinantes: uma Análise do Processo Internacional de Fusões, Aquisições e Investimentos Diretos na Indústria Siderúrgica Latino-Americana*, Uberlândia, Instituto de Economia Universidade Federal de Uberlândia.
- Dunning, J. (1983), *The Globalization of Business*, Nueva York, Routledge.
- Ferraz, E. (2001), "Antes Tarde do Que Nunca", *Exame*, Vol. 35, N° 743, pp. 62-65, São Paulo.
- Foss, N. J. (1997), "Resources and Strategy: A brief overview of themes and contributions", Foss, N. J. (org), *Resources Firms and Strategies: a reader in the resource-based perspective*, Nueva York / Oxford, Oxford University Press, pp. 3-17.
- Garrido, C. (2001), *Fusiones y adquisiciones transfronterizas en México durante los años noventa* (Serie Desarrollo Productivo, 111), Santiago, Cepal.
- Ghemawat, P. y T. Khanna (1998), "The Nature of Diversified Business Groups: a research design and two cases studies", *The Journal of Industrial Economics*, Vol. 46, N° 1, pp. 35-61, Oxford.
- Goldstein, A. y B.R. Schneider (2000), *Big Business In Brazil: States And Markets In The Corporate Reorganization of The 1990s*, Londres, Institute for Latin American Studies / University of London.
- Hitt, M.A., R.D. Ireland y R.E. Hoskisson (2001), *Strategic Management: competitiveness and globalization*, Cincinnati, South-Western College.
- Hoshino, T. (1993), "The Alfa Group: the decline and resurgence of a large-scale indigenous business group in México", *The Developing Economies*, Vol. 31, N° 4, pp. 511-534, Chiba.
- IEDI (2003), *O Investimento Estrangeiro na Economia Brasileira e o Investimento de Empresas Brasileiras no Exterior*, São Paulo.
- Londoño, C.F. (2004), "Grupo Empresarial Antioqueño: evolución de políticas y estrategias, 1978-2002", *Revista EIA*, N° 1, pp. 47-62, Medellín.
- Karier, T. (1993), *Beyond Competition: the economics of mergers and monopoly power*, Armonk /Londres, M. E. Sharpe.
- Khanna, T. y K. Palepu (1998), *The Future of Business Group in Emerging Countries: long run evidence from Chile*, Boston, Harvard Business School.

- Khanna, T. y K. Palepu (1999), "The Right Way to Restructure Conglomerates in Emerging Countries", *Harvard Business Review*, Vol. 77, N° 4, pp. 125-134, Boston.
- Kim, M.D., D. Kandemir y S.T. Cavusgil (2001), *The Role of Family Conglomerates in Emerging Markets: what Western companies should know*, East Lansing, Michigan State University.
- Kock, C.J. y M.F. Guillén (2001), "Strategy and Structure in Developing Countries: business groups as an evolutionary response to opportunities for unrelated diversification", *Industrial and Corporate Change*, Vol. 10, N° 1, pp. 77-113, Oxford.
- Kulfas, M. (2001), "El impacto del proceso de fusiones y adquisiciones en la Argentina sobre el mapa de grandes empresas: factores determinantes y transformaciones en el universo de las grandes empresas de capital local", (Serie Estudios y Perspectivas, Oficina de la Cepal en Buenos Aires, 2), Santiago, Cepal.
- Lins, K. y H. Servaes (2002), "Is Corporate Diversification Beneficial in Emerging Markets?", *Financial Management*, Vol. 31, N° 2, p. 5-31, San Francisco.
- Markides, C.C. y P.J. Williamson (1997), "Related Diversification, Core Competences, and Corporate Performance", Foss, N. J. (org), *Resources Firms and Strategies: a reader in the resource-based perspective*, Nueva York / Oxford, Oxford University Press, pp. 327-341.
- Moreira, J. y M. Planellas (2003), "Diversification and Performance: emerging vs. Developed economies", *Third International Iberoamerican Academy of Management*, São Paulo.
- Nachum, L. (1999), "Diversification Strategies of Developing Firms", *Journal of International Management*, Vol. 5, pp. 115-140, Filadelfia.
- Nonnenberg, M.J.B. y M.J.C. Mendonça (2004), "Determinantes dos Investimentos Diretos Externos em Países em Desenvolvimento" (Texto para Discussão, 1016), Río de Janeiro, IPEA.
- Podolny, J. y J. Roberts (1999), Cemex, S.A. de C. V.: *Global Competition in a Local Business*, Stanford, Stanford University.
- Porter, M.E. (1998), "Da Vantagem Competitiva à Estratégia Corporativa", Montgomery, C.A. y M.E. Porter (orgs.), *Estratégia: a busca da vantagem competitiva*, Río de Janeiro, Campus, pp. 237-269.
- Porter, M.E. (1999), *Competição: estratégias competitivas essenciais*, Río de Janeiro, Campus.
- Salas-Paras, A. (1998), "Estrategias de las empresas mexicanas en sus procesos de internacionalización", *Revista de la Cepal*, N° 65, pp. 133-153, Santiago.
- Ruiz, R.M. (1997), "The Restructuring of the Brazilian Industrial Groups between 1980 and 1993", *Revista de la Cepal*, N° 61, pp. 167-186, Santiago.
- UNCTAD (Conferencia de las Naciones Unidas sobre Comercio y Desarrollo) (2003), *World Investment Report 2002: FDI Policies for Development: National and International Perspectives*, Ginebra.

## Capítulo VI

# RELACIÓN ENTRE VALOR DE LA EMPRESA, DIVERSIFICACIÓN Y GOBIERNO CORPORATIVO

*Carlos Maquieira V.  
y Chistian Espinoza*

### 1. Introducción

Este artículo analiza la relación existente entre el desempeño de las empresas productivas chilenas, la diversificación de sus negocios, el grado de concentración de la propiedad y el tipo de controlador. Con este propósito se obtuvo información de la Superintendencia de Valores y Seguros (SVS) y de la Bolsa de Comercio de Santiago y se construyó un panel balanceado de 52 sociedades anónimas que transaron sus acciones durante el período 1995-2002.

Con respecto a la diversificación, la hipótesis de *eficiencia de mercado de capitales internos* (Tarzizán, 1999) postula que tal estrategia responde a la imposibilidad de la firma de dar una señal creíble al mercado sobre su política de inversión, lo que lleva a que opere bajo restricciones de capital externo con un alto costo en la obtención de fondos. Esto genera incentivos para que la administración desarrolle un mercado de capitales interno que permita asignar eficientemente los recursos entre las unidades de negocios, movilizandolos desde aquellas unidades con excedentes de caja hacia las que presentan oportunidades de crecimiento, pero que no tienen suficientes recursos para financiarlas. No obstante, esto podría elevar los potenciales costos de agencia asociados a la diversificación, ya que permitiría a los *insiders* y accionistas controladores conducir las empresas en función de sus propios intereses, como también expropiar riqueza a los accionistas minoritarios (Lins y Servaes, 1999), lo cual tomaría mayor relevancia ante la existencia de una ley de protección débil a minoritarios (La Porta y otros, 1997), bajos estándares contables e instituciones con baja capacidad de fiscalización.

Otra teoría a favor de la diversificación es la *hipótesis de coaseguro de la deuda*. Ésta argumenta que la diversificación permite elevar la capacidad de endeudamiento de la firma al reducir su riesgo específico y estabilizar sus flujos, como resultado de expandir sus negocios a segmentos con ingresos que presentan una baja correlación entre sí. Al respecto, Mansi y Reeb (2002), bajo el supuesto de que la diversificación

corporativa reduce el riesgo de la empresa, plantean que tal estrategia tiende a impactar negativamente el valor de los accionistas y a fortalecer los derechos de los bonistas, no alterándose en forma significativa el valor de la firma, ya que el impacto depende de la estructura de deuda de la compañía.

Por otra parte, están las teorías en las cuales la diversificación se relaciona negativamente con el valor de la firma debido a los costos de agencia. Para este estudio se han identificado dos conflictos de agencia con origen en el accionista controlador: (1) su interés por transformar la empresa en un imperio personal de carácter único y (2) la necesidad de diversificar el riesgo de su inversión personal en la empresa. En el primer caso, el accionista controlador destina a su discreción recursos en consumos no pecuniarios e inversiones en proyectos de baja rentabilidad, siendo la diversificación un medio para el crecimiento de la empresa y su transformación a un carácter único (Jensen, 1986). El segundo caso (*hipótesis de portafolio*) se basa en la aversión al riesgo del accionista controlador, el cual, si percibe que su riqueza está estrechamente ligada al destino de la empresa, tendrá incentivos para adoptar estrategias de diversificación con el fin de reducir el riesgo de su portafolio personal, aun cuando esto resulte perjudicial para el resto de los accionistas (Amihud y Lev, 1981).

Lins y Servaes (1999) y Khanna y Palepu (1999 b) destacan que la importancia de los beneficios y costos derivados de la diversificación se relaciona con el grado en que la empresa esté inmersa en un mercado desarrollado o en una economía emergente. Para el primero, las empresas diversificadas tienen un menor desempeño que sus contrapartes focalizadas, identificándose como motivos principales la inapropiada asignación de responsabilidades, la ineficiente distribución de recursos con subsidios cruzados entre las divisiones (Berger y Ofek, 1995), el pobre gobierno corporativo y los conflictos de poder interno. Por el contrario, según Khanna y Palepu (1999 c, a), las firmas diversificadas en mercados emergentes pueden imitar las funciones benéficas de varias instituciones que están presentes en los mercados desarrollados, pudiendo así enfrentar de mejor forma que las empresas focalizadas las restricciones de capital, el cumplimiento de contratos y relaciones laborales, entre otras. Existe, además, otra línea de estudio, en la cual la diversificación nace como respuesta al pobre desempeño de la empresa, la que ya estaba sujeta a un descuento antes de diversificar (Lang y Stulz, 1994), o incluso puede ser el resultado de un proceso endógeno (Villalonga, 2002).

En cuanto a la concentración de la propiedad, cuando un accionista-administrador puede ejercer el control sobre la empresa con una participación relativamente baja, y el resto de la propiedad accionaria se encuentra demasiado dispersa como para tener incentivos a monitorear, se debería esperar un mayor respaldo a la *hipótesis de costos de agencia*, que tiene relación con la acción de *insiders* que procuran satisfacer sus intereses personales en forma de consumo no pecuniario y objetivos de negocios particulares. Por otra parte, en la medida en que el controlador eleva su participación en la firma –lo que está en línea con lo que dicta la *hipótesis de convergencia de intereses* (Jensen y Meckling, 1976)– se espera que los *insiders* pongan mayor control en el desempeño de la empresa, por el impacto que esto significa en su riqueza. Como señalan Shleifer y Vishny (1986), los grandes accionistas internalizan en mayor grado

las externalidades positivas de proveer servicios de monitoreo, reduciendo así los problemas de agencia. Esta hipótesis sugiere una relación uniformemente positiva entre el valor de la empresa y la propiedad de los *insiders*-controladores, a cualquier nivel de participación. Por último, a partir de cierto nivel de propiedad se podría esperar un mayor grado de asimetría de información entre los *insiders* y los *outsiders*. De esta forma queda abierta la posibilidad de que los controladores de la empresa incurran en prácticas conducentes a expropiar riqueza desde los minoritarios (*hipótesis de expropiación*). Como exponen Maquieira y otros (2003), la existencia de un inversionista controlador, o de un pacto formal o tácito entre los principales accionistas que les permita ejercer el control, se traducirá en un descuento sobre el valor de las acciones de las sociedades de inversión, como reflejo del riesgo de expropiación. A lo anterior se debe agregar que la normativa legal en Chile tiene su base en el código francés, el que La Porta y otros (1997) distingue como el de menor protección a los minoritarios en comparación con un sistema de *ley común*. Cabe señalar que en Chile, durante gran parte del período 1995-2002, no existió una normativa que regulara los cambios de control en las sociedades anónimas abiertas.<sup>1</sup> Sin embargo, esto cambió con la entrada en vigencia, el 20 de diciembre de 2000, de la ley 19.705 que vino a regular las ofertas públicas de acciones (OPA) y estableció los gobiernos corporativos. No obstante, también en dicha ley se incorporó el artículo 10º transitorio, al cual podía acogerse voluntariamente una sociedad para que su controlador no quedara sujeto a la nueva normativa y así pudiese enajenar libremente su participación en ella por un plazo de hasta tres años. En función de lo anterior, se podría esperar que una mayor concentración de propiedad estuviese asociada a un mayor descuento en el valor de la empresa, debido al riesgo de expropiación y al cobro de un premio por liquidez, al disminuir las acciones que se transan en el mercado abierto.<sup>2</sup> Por otra parte, también se plantea que la relación entre concentración de la propiedad y desempeño de la empresa es el resultado de un proceso endógeno, donde ninguna relación sistemática debiera observarse entre tales variables (Demsetz y Villalonga, 2001).

Respecto a la identidad del accionista controlador, según la diversidad de su condición podrían darse distintos efectos e incentivos para un mismo nivel de participación en la propiedad, donde influyen factores como la capacidad del controlador para gravitar en la toma de decisiones, su disposición a monitorear el desempeño de la

---

<sup>1</sup> Como evidencia al respecto, citemos tres casos emblemáticos en Chile que fueron motivo de análisis y estudios sobre los conflictos que pueden surgir entre controladores y accionistas minoritarios: 1) el caso Chispas, en el que el grupo Yurascek traspasó a Endesa España el control de Enersis; 2) la transacción entre la española EBRO y el Grupo Pathfinder por el control de IANSA, y 3) el traspaso en CTC de una parte del negocio de Telefónica.Net a la filial de Telefónica España, operación que fue objetada por los accionistas minoritarios.

<sup>2</sup> Resulta relevante, asimismo, considerar el *quórum* –dos tercios de las acciones emitidas con derecho a voto– que se necesita para tomar decisiones en materias críticas para las sociedades anónimas, decisiones que un controlador que acumule al menos 67% de la propiedad de la empresa podría adoptar en su propio beneficio.

firma, su compromiso con la organización y sus empleados, su identidad corporativa y su responsabilidad social. La posibilidad de identificar distintos intereses está motivada en el trabajo de Jiménez (2001), quien en su análisis de los grupos económicos chilenos examina en particular las estrategias que siguen sus empresas, lo que le permite establecer que éstos presentan patrones recurrentes en la selección de industrias, recursos utilizados, modelos de negocios desarrollados y visión implícita, cuatro factores que intervienen en la definición de sus acciones y en su desempeño. Se plantean, por tanto, dos hipótesis que toman por referente principal a los controladores con un origen familiar. La primera, denominada *hipótesis del compromiso familiar*, señala que cuando el controlador corresponde a una familia con una historia empresarial, tal condición puede traducirse en un ambiente de mayor cooperación y diseminación de información dentro de la firma, lo que permite reflejar a clientes y proveedores un compromiso e identificación a largo plazo con el desempeño de los negocios de la empresa, factores que en su conjunto inciden en una mayor valoración de la compañía. Esto contrasta con el control que ejerce un grupo de ejecutivos o una multinacional que carecen de vínculos con la empresa, la cual, pese a ser generalmente un medio a valorizar en el corto y mediano plazos, no les impide desprenderse luego de su participación, en un acto que no necesariamente favorecerá a los accionistas minoritarios.<sup>3</sup> La segunda hipótesis plantea que si el controlador pertenece a una familia, convertirá a la compañía en una especie de feudo, ya que es probable que los objetivos de la empresa estén supeditados a sus valores personales, pudiendo primar valores familiares o factores de responsabilidad social, entre otros. A ello se puede sumar el mayor énfasis en proteger la privacidad (revelando poca información sobre las actividades internas de la empresa) y la falta de parámetros objetivos para la selección de personal (lo que convertirá a la compañía en una fuente de empleo para familiares y amigos). Por último, es probable que se produzcan conflictos generacionales, problemas en la sucesión y herederos, pérdida de dirección estratégica y confusión en los liderazgos, cuestiones que impactarán negativamente en la capacidad de la empresa para responder estratégicamente a los desafíos del entorno del negocio. Esto resulta aún más probable cuando el accionista controlador es el fundador de la empresa.

El artículo se organiza en cuatro secciones: la sección 2 explica la metodología utilizada; la sección 3 presenta el análisis de los resultados; la última sección presenta las conclusiones del estudio.

---

<sup>3</sup> Como destacó en una reciente visita a Chile Mariano Puig, presidente del *holding* Puig-Exea y del Grupo Europeo de Empresas Familiares, las empresas con base familiar tendrían mayor responsabilidad social y medioambiental, mayor capacidad de tomar decisiones referidas al largo plazo, ya que desarrollan un sentido de pertenencia que al final se traduce en un mejor rendimiento del que muestran las actuaciones de las multinacionales, las cuales se caracterizan por un enfoque de corto plazo y por actitudes en las que sólo prima el beneficio económico.

## 2. Datos y metodología

La población inicial está compuesta por todas las sociedades anónimas abiertas, vigentes en diciembre de 2002, respecto de las cuales existe información de la Bolsa de Comercio de Santiago. Suman un total de 222 empresas. Para definir la muestra de estudio se aplicaron progresivamente los criterios excluyentes presentados en el cuadro VI.1.

Respecto de las 52 empresas de la muestra final se reunió la siguiente información anual relativa al período 1995-2002: balance general, estados de resultados, estado de cambio en la posición financiera y estado de flujo de efectivo; número de acciones en circulación y precio de cierre; número de accionistas comunes, filiales y coligadas; presencia bursátil.<sup>4</sup> También se recopiló información con respecto al porcentaje de propiedad directa que mantenía el accionista (o pacto de accionistas) que ejercía como controlador de la empresa, y su identidad, a fin de poder clasificarlo como familia, grupo de ejecutivos o multinacional.<sup>5</sup>

**Cuadro VI.1**  
CRITERIOS DE SELECCIÓN DE LA MUESTRA

<b>Población de sociedades anónimas abiertas</b>	222
<b>Criterio 1:</b> Presentan estados financieros en forma continua para el período 1995-2002.	(48)
<b>Criterio 2:</b> Corresponden a sociedades de inversión, sociedades financieras, sociedades inmobiliarias y aquellas en proceso de liquidación, las que por la naturaleza de su giro, activos y presentación de resultados no son comparables a las empresas que tienen un giro productivo.	(51)
<b>Criterio 3:</b> No registran movimiento bursátil en cada uno de los años comprendidos en el período 1995-2002.	(22)
<b>Criterio 4:</b> Sociedades que se han diversificado significativamente en los rubros financieros y de inversión, por las razones expuestas en el punto 2.	(2)
<b>Criterio 5:</b> Sociedades con presencia bursátil inferior a 40%, para obtener una Q-Tobin lo más representativa posible.	(47)
<b>Muestra de sociedades anónimas abiertas tratadas en el estudio</b>	52

<sup>4</sup> En caso de que la sociedad contara con más de una serie de acciones, se consideró la serie con mayor presencia bursátil.

<sup>5</sup> La principal fuente de información fue la nota de los estados financieros originada a partir de la circular N° 792 de 1988, que indica que cada empresa debe revelar el porcentaje de participación total y el número de accionistas que conforman su controlador. Para validar tal información, se la contrastó con

Se escogió como medida del desempeño de la firma la *Q-Tobin* promedio, variable que también refleja las oportunidades de crecimiento del negocio. La *Q-Tobin* se define como el cociente entre el valor de mercado de la empresa y el costo de reposición de sus activos físicos. Para su cálculo se usó el siguiente *proxy*:<sup>6</sup>

$$Q\text{-Tobin} = \frac{\text{Valor mercado patrimonio} + \text{Valor libro deuda}}{\text{Valor libro activos}} \quad (1)$$

La *Q-Tobin* presenta ciertas ventajas con respecto a otras medidas de desempeño. Como destacan Lang y Stulz (1994), al ser la *Q-Tobin* una medida de valoración que incorpora el valor presente de los flujos de caja futuros de la empresa, no es necesario hacer ajustes por nivel de riesgo o fijar una normalización para poder comparar entre empresas, cualidad que no tienen otros indicadores como los retornos accionarios y las medidas contables, que por su carácter histórico también están sujetas al período de medición. Esta medida también ha sido aplicada por Morck y otros (1988). Se debe tener presente, sin embargo, que la *Q-Tobin* se basa en supuestos sobre el mercado de capitales, como son su eficiencia y agentes racionales con expectativas insesgadas. En tal contexto, la *Q-Tobin* reflejará el valor con que contribuyen los intangibles y las sinergias a la empresa, o la pérdida que significan los costos de agencia y el riesgo de expropiación. A esto se suma que el uso de un *proxy* va a estar sujeto a la discrecionalidad de los ajustes contables.

Se elaboraron tres medidas de diversificación: número de segmentos de negocios, índice de Herfindahl e índice de entropía. Se tomó como parámetro de diversificación el nivel de ventas correspondiente a cada segmento, desagregándose su composición a partir de la clasificación SIC, al nivel de cuatro dígitos y, en los casos donde no se tu-

---

otras fuentes de datos, como la memoria de la empresa, la composición de su directorio y sus 12 mayores accionistas, además de hechos relevantes emitidos por la SVS, noticias publicadas en medios escritos de enfoque económico (*Diario financiero*, diario *Estrategia*, revistas *Qué pasa* y *Capital*, principalmente) y diversos artículos ubicados en la *web*. El cruce de información permitió identificar la presencia de pactos entre accionistas no formalizados, así como casos respecto de los cuales en la citada nota sólo se informaba el porcentaje de la sociedad con mayor participación de aquellas por medio de las cuales el accionista mayoritario ejercía su control. En los casos donde existía un pacto controlador entre accionistas que se ubicaban en categorías distintas (familia, grupo de ejecutivos o multinacional), se tomó como origen el integrante con mayor participación dentro del pacto o el que tenía a su cargo la administración, conservándose como porcentaje del controlador aquel mantenido por el total.

<sup>6</sup> El valor de mercado del patrimonio para cada empresa se calculó multiplicando el número de acciones en circulación por el precio de cierre de la última transacción del año. En caso de existir más de una serie de acciones, se aplicó el mismo procedimiento a cada una de ellas, para luego sumar el total. Para los valores contables de la fórmula se usaron balances consolidados. En caso de no existir éstos, se utilizaron los balances individuales de la empresa.

vo tal nivel de detalle, al nivel de dos dígitos.<sup>7</sup> Los criterios de selección fueron: simplicidad, en el caso del primero; amplio uso, para el índice de Herfindahl, y mayor sensibilidad ante distintos niveles de diversificación, para el índice de entropía (Jacquemim y Berry, 1979). Además, las medidas de Herfindahl y entropía destacan por sobre el número de segmentos, ya que en su formulación se considera este antecedente y el grado en que se distribuyen las ventas entre los distintos negocios. El índice de Herfindahl se calcula según la expresión (2), donde  $P_i$  es la participación del  $i$ -ésimo segmento en las ventas totales de la firma y  $n$  corresponde al número de segmentos donde se diversifica la empresa.

$$H = \sum_{i=1}^n P_i \times P_i \quad \text{con } 0 < H < 1 \quad (2)$$

Esta expresión se reformuló incorporando su complemento, con el objeto de constituir un indicador creciente con el nivel de diversificación, vale decir:

$$H^C = \left( 1 - \sum_{i=1}^n P_i^2 \right) \quad \text{con } 0 \leq H^C \leq 1 \quad (3)$$

Por su parte, el índice de entropía resulta directamente creciente con el grado de diversificación de la firma:

$$E = \sum_{i=1}^n P_i \times \ln \left[ \frac{1}{P_i} \right] \quad \text{con } 0 \leq E \leq \ln(n) \quad (4)$$

La variable *grado de concentración de la propiedad* (controlador) corresponde al porcentaje de propiedad directa que mantiene un accionista (o pacto de accionistas) a través de una o más sociedades, resultando su posesión en el ejercicio del control de la empresa.<sup>8</sup>

<sup>7</sup> Se destaca que obtener las ventas por segmento en las empresas diversificadas demandó un intenso trabajo de campo, debiendo revisarse las memorias de cada una de las empresas de la muestra en la SVS. En la mayoría de los casos no fue información que se proporcionara en forma directa, sino que hubo de ser derivada a partir de los análisis de los estados financieros y de la información de subsidiarias.

<sup>8</sup> Se entiende por controlador la definición que se entrega en el artículo 97 de la ley N° 18.045 de Mercado de Valores, cuyo contenido se transcribe a continuación: "Es controlador de una sociedad toda

Para evitar conclusiones erradas, se incorporaron las siguientes variables de control. a) *LNACT*: logaritmo natural del valor contable de los activos. Es un *proxy* del tamaño de la empresa y de los activos intangibles que podrían estar correlacionados con esa medida (Lang y Stulz, 1994; Morck y otros, 1988). b) *RO/VTAS*: cociente entre el resultado operacional y las ventas de la empresa. Es un *proxy* de la rentabilidad. Busca controlar la posibilidad de que el porcentaje del controlador sea mayor en empresas jóvenes con altos márgenes, lo cual resultaría en distintos incentivos asociados a su administración (Morck y otros, 1988). c) *D/ACT*: cociente entre el valor libro de la deuda a largo plazo y el valor de los activos de la firma. Podría capturar en parte el valor del ahorro tributario de la deuda. d) *DIV/ACT*: cociente entre los dividendos pagados por la empresa en un año y el total de activos.<sup>9</sup> Es un *proxy* para analizar si la empresa enfrenta racionamiento en los mercados financieros o no (Lang y Stulz, 1994). Alternativamente, su magnitud podría indicar costos de agencia, ya que, al distribuir fondos entre los accionistas es menos probable que la empresa los destine a gastos pecuniarios o a inversiones ineficientes (Jensen, 1986). e) *GK/ACT*: cociente entre los gastos de capital de la empresa y el total de activos. Es un *proxy* del grado en que la empresa está invirtiendo en oportunidades de crecimiento, lo cual permite evaluar –en complemento con *RO/VTAS*– la importancia de la hipótesis de eficiencia de mercados de capital interno (Hyland y Diltz, 2002; Lins y Servaes, 2002). f) *IND*: tasa de crecimiento anual del sector económico al cual pertenece la empresa. Busca controlar la posibilidad de que cambios en la *Q-Tobin* respondan a diferencias entre industrias en crecimiento y maduras, antes que a diferencias entre las empresas. Además, el modelo se extendió para controlar por condiciones macroeconómicas, incorporando tres variables *dummy* (*D*): una para cada uno de los años 1997, 1998 y 1999, período en que la crisis asiática tuvo su mayor impacto en Chile.

### A. Método estadístico de estimación

En una primera etapa del análisis se utiliza un modelo econométrico asociado a datos de panel, del tipo balanceado. La principal ventaja de este modelo radica en la flexibilidad que entrega para analizar las diferencias de comportamiento que pueden darse entre y dentro de los distintos grupos de empresas considerados, en lugar de limitarse a un análisis transversal. El modelo queda formulado de la siguiente manera:

---

persona o grupo de personas con acuerdo de actuación conjunta que, directamente o a través de otras personas naturales o jurídicas, participa en su propiedad y tiene poder para realizar alguna de las siguientes actuaciones:

- a. Asegurar la mayoría de votos en las juntas de accionistas y elegir a la mayoría de los directores tratándose de sociedades anónimas, o asegurar la mayoría de votos en las asambleas o reuniones de sus miembros y designar al administrador o representante legal o a la mayoría de ellos, en otro tipo de sociedades, o
- b. Influir decisivamente en la administración de la sociedad”.

<sup>9</sup> No se hizo distinción respecto a si tales dividendos fueron definitivos o eventuales.

$$Q\text{-Tobin}_{it} = \mu_{it} + \beta_1 \text{Diversificación}_{it} + \beta_2 \text{Control}_{it} + \beta_3 \text{LNACT}_{it} + \beta_4 \text{RO/VTAS}_{it} + \beta_5 \text{D/ACT}_{it} + \beta_6 \text{DIV/ACT}_{it} + \beta_7 \text{GK/ACT}_{it} + \beta_8 \text{IND}_{it} + D_{1997} + D_{1998} + D_{1999} + \varepsilon_{it} \quad (5)$$

con  $i = 1, 2, \dots, 52$ , y  $t = 1995$  hasta 2002. En una segunda etapa se ejecuta el siguiente procedimiento, a fin de determinar la conveniencia de aplicar efectos fijos o aleatorios en la estimación:<sup>10</sup> 1) contraste de significancia para los efectos de grupo bajo el modelo de efectos fijos, donde se analiza si los términos constante  $\mu_i$  son similares o si existen diferencias estadísticamente significativas entre los grupos; 2) contraste sobre la presencia de efectos aleatorios por medio del *test multiplicador de Lagrange* de Breusch y Pagan; 3) contraste de especificación sobre la ortogonalidad de los efectos fijos y aleatorios por medio del *test de Hausman*. La evidencia favoreció al modelo de efectos fijos. Esto se ajusta a la teoría, pues las empresas que componen la muestra no corresponden a una selección aleatoria. Además, como señalan Himmelberg y otros (1999), el uso de efectos fijos permite capturar heterogeneidad no observable de la firma que permanece constante en el tiempo, como inversiones tecnológicas o calidad administrativa.

A continuación se analiza la presencia de heterocedasticidad entre empresas, lo cual es bastante probable debido a que cada firma presenta características y riesgos distintos. El contraste del *multiplicador de Lagrange* evidencia heterocedasticidad de sección cruzada. Para dar cuenta de su presencia y evitar inferencias erradas, se estima el modelo con *covarianza consistente* de White para los errores.

En una cuarta etapa del análisis, se examina la relación entre las variables críticas del estudio: *Q-Tobin*, diversificación y grado de concentración de la propiedad. El objetivo es determinar si la vinculación de la *Q-Tobin* a esas dos variables responde a una especificación lineal, o si dicha relación debe modelarse incorporando posibles quiebres en su tendencia o efectos cuadráticos. Estas especificaciones pueden llevar a que las hipótesis bajo prueba encontraran validez empírica en tramos de medición, por lo que obviarlas, junto con llevar a conclusiones erróneas, podría significar perder valiosa información.<sup>11</sup>

En una quinta etapa se realiza un análisis por tramos. Siguiendo la metodología aplicada por Morck y otros (1988), cuyo objetivo principal es encontrar un modo par-

<sup>10</sup> Para una revisión teórica véanse Green (3ª edición), capítulo 14; Novales (2ª edición), capítulo 15.

<sup>11</sup> Al respecto, Lins y Servaes (2002) encontraron un fuerte apoyo a la *hipótesis de expropiación* cuando la administración concentra entre 10% y 30% de la propiedad, y Khanna y Palepu (1999b) reconocieron una relación cuadrática entre el desempeño de la empresa y el grado de diversificación del conglomerado al que pertenece.

simonioso de representar un patrón de datos no estrictamente lineal, se permiten dos cambios en los coeficientes de las variables diversificación y porcentaje del controlador. Como destacan los autores, seguir tal parametrización permite obtener resultados más confiables que usar variables ficticias para estimar medias condicionales de la *Q-Tobin* en tramos de las variables relevantes.

En una sexta fase del análisis se examina el impacto de las transferencias de fondos entre empresas relacionadas. Se incorpora un conjunto de variables adicionales con el propósito de verificar dos hipótesis que pueden asociarse a la presencia de transferencias financieras y comerciales entre empresas relacionadas: *eficiencia de mercado de capitales interno* y *expropiación a minoritarios*. Las nuevas variables son: a) LNACCT: logaritmo natural sobre el número de accionistas comunes presentes en la empresa a fines de cada año. Es un *proxy* de la dispersión de los accionistas minoritarios y, con ello, de sus incentivos para monitorear a la administración; b) CXC/AT: cociente entre los documentos y cuentas por cobrar (de corto y largo plazo) que se tiene con sociedades relacionadas y el total de activos. Es un *proxy* de la magnitud del mercado de capital interno en la empresa; c) CXP/PS: razón entre los documentos y cuentas por pagar (de corto y largo plazo) que se tiene con sociedades relacionadas y el total de pasivos exigibles. Es un *proxy* de la magnitud de las transacciones entre empresas relacionadas; d) IER/ACT: razón entre el monto invertido en empresas relacionadas y el activo total. Es un *proxy* del flujo de fondos entre subsidiarias y la matriz; e) AFP: variable ficticia que toma el valor 1 si la empresa está sujeta a inversiones de las AFP<sup>12</sup> y 0 si no lo es, a finales de cada año de estudio. Es un *proxy* de calidad; f) A 10: variable ficticia. Toma el valor 1 en los años 2001 y 2002, si la empresa optó por acogerse al artículo 10º transitorio de la ley 19.705,<sup>13</sup> en caso contrario toma el valor 0;<sup>14</sup> g) PRES: presencia bursátil, que representa el porcentaje de días hábiles en un año, donde las transacciones totales diarias sobre la acción de la empresa han alcanzado un monto mínimo de 80 unidades de fomento. Busca controlar por un posible premio por liquidez en aquellas empresas con menor nivel de transacciones.

Finalmente se identificaron tres tipos de accionistas controladores, a fin de capturar los distintos incentivos y responsabilidades que los afectan: familiar, grupo de ejecutivos y multinacionales. Se tomó como referente a Majluf y otros (1998). Además, se incorpora la categoría multinacionales, dada su relevante presencia en el sector productivo chileno.

---

<sup>12</sup> Es decir, sociedad anónima en que está autorizada la inversión de los recursos de los Fondos de Pensiones por la Comisión Clasificadora de Riesgo. Esta información se obtuvo desde las circulares emitidas sobre la materia por la Superintendencia de AFP.

<sup>13</sup> Tal antecedente fue obtenido desde la SVS: es importante porque permite, a partir de 2001, distinguir entre aquellas sociedades donde el controlador tiene libertad para enajenar su participación y aquellas en que no lo tiene.

<sup>14</sup> Como sucede entre los años 1995 y 2000.

### 3. Análisis de los resultados

El cuadro VI.2 presenta las variables del modelo, con los datos estadísticos para las firmas focalizadas y diversificadas.<sup>15</sup> Las empresas focalizadas representan casi la mitad de la muestra total (45,7%) y son significativamente más pequeñas que las firmas diversificadas, en una relación de prácticamente 4:1 (sobre la base de la mediana de sus activos) valor que se mantiene al controlar por el nivel de ventas. En cuanto a desempeño, las firmas focalizadas y las diversificadas se valoran por sobre el valor libro de sus activos –según el promedio y la mediana de la *Q-Tobin*–, siendo la valoración relativamente mayor en las empresas focalizadas. Lo anterior resulta consistente con el hecho de que estas últimas presentan una mayor rentabilidad. También se observa que las firmas focalizadas presentan un menor nivel de endeudamiento, y pagan, además, notoriamente menos dividendos. Por último, es importante considerar la mayor concentración de propiedad en el controlador que distingue a las empresas focalizadas.

**Cuadro VI.2**  
RESUMEN ESTADÍSTICO PARA CADA SUBMUESTRA  
DE FIRMAS: FOCALIZADAS Y DIVERSIFICADAS

Variable	Firmas focalizadas		Firmas diversificadas		Diferencia = (Div.-Foc.)	
	Media	Mediana	Media	Mediana	Media*	Mediana**
Q-Tobin	1,47	1,31	1,17	1,03	-0,3 (0,00)	-0,28 (0,00)
N° de segmentos	1	1	2,98	3,00	1,98 (0,00)	2,00 (0,00)
Controlador	0,69	0,67	0,55	0,56	-0,14 (0,00)	-0,11 (0,00)
Total activos (MM\$)	208,0	99,6	1080,0	380,0	872,0 (0,00)	280,4 (0,00)
Total ventas (MM\$)	100,0	48,8	364,0	198,0	264,0 (0,00)	149,2 (0,00)
Razón deuda/capital (LP/ACT)	0,20	0,17	0,23	0,21	0,03 (0,09)	0,04 (0,03)
Rentabilidad	0,20	0,19	0,15	0,14	-0,05 (0,00)	-0,05 (0,00)
Crecimiento	0,066	0,054	0,069	0,050	0,00 (0,70)	0,00 (0,90)
Pago de dividendos	0,066	0,030	0,027	0,020	-0,039 (0,00)	-0,01 (0,00)
Total observaciones	190		226			

\* *P-value* del test *t* para igualdad de medias entre paréntesis.

\*\* *P-value* del test de Wilcoxon/Mann-Whitney para igualdad de medianas entre paréntesis.

<sup>15</sup> Para ello se definió como empresa focalizada aquella que concentra 100% de sus ventas en un solo rubro, y como diversificada aquella cuyos ingresos provienen de dos o más negocios. El criterio de clasificación se basa en el hecho de que gran parte del efecto por diversificar se gesta cuando la empresa deja su *core business*, siendo marginal el impacto de diversificar a dos o más segmentos (Lang y Stulz, 1994).

El cuadro VI.3 presenta dos medidas de correlación. La primera es lineal y supone una distribución de probabilidades. La segunda es el *ranking* de correlación de Spearman, el cual constituye una medida no paramétrica que permite controlar por la presencia de una especificación distinta a la lineal. Se observa que ambas medidas resultan significativas a 1%, salvo en la relación de la *Q-Tobin* con el porcentaje del controlador, donde el *ranking* de correlación de Spearman no resultó significativo al nivel de 10%, pero sí la respectiva correlación lineal. Del cuadro se concluye que la diversificación es un elemento que afecta negativamente el desempeño de la empresa, y que ella es mayor cuanto menor propiedad mantiene el controlador.

Los resultados del modelo de panel (fórmula 5) son presentados en el cuadro VI.4. Los coeficientes de las variables asociadas a la diversificación son positivos, aunque no significativos, lo que va en contra de la evidencia preliminar entregada por las correlaciones, donde la diversificación, en sus tres definiciones, resultó negativa y significativa. También resulta contradictorio que el signo de la variable que controla por tamaño (logaritmo de los activos) resulte negativo y significativo, cuando la diversificación resultó positiva. Esto será estudiado cuando se analicen las variables por tramos.

El signo positivo y significativo del porcentaje del controlador concuerda con la evidencia provista por el análisis de correlaciones, proporcionando así apoyo a la *hipótesis de convergencia de intereses*, en desmedro de la *hipótesis de expropiación*. Los coeficientes de las variables rentabilidad y crecimiento resultaron, como era de esperar, positivos y significativos. El coeficiente de la razón deuda/capital (*leverage*) no es significativo, lo que denotaría que los beneficios que se logran por un mayor endeudamiento serían compensados por los costos asociados a un mayor apalancamiento.

**Cuadro VI.3**  
MEDIDAS DE CORRELACIÓN

	Medidas de correlación							
	N° de segmentos		Herfindalh		Entropía		Control	
	Lineal (P-value)	Spearman (P-value)	Lineal (P-value)	Spearman (P-value)	Lineal (P-value)	Spearman (P-value)	Lineal (P-value)	Spearman (P-value)
Q-Tobin	-0,17 (0,00)	-0,16 (0,00)	-0,18 (0,00)	-0,20 (0,00)	-0,17 (0,00)	-0,18 (0,00)	0,19 (0,00)	0,07 (0,13)
N° segmentos	1,00	1,00	0,87 (0,00)	0,93 (0,00)	0,91 (0,00)	0,95 (0,00)	-0,44 (0,00)	-0,43 (0,00)
Herfindalh			1,00	1,00	0,99 (0,00)	0,99 (0,00)	-0,34 (0,00)	-0,38 (0,00)
Entropía					1,00	1,00	-0,38 (0,00)	-0,39 (0,00)
Control							1,00	1,00

**Cuadro VI.4**  
**RESULTADOS DE LA REGRESIÓN:**  
**MODELOS I, II Y III**

Modelo de efectos fijos, con corrección de heterocedasticidad  
entre empresas y errores estándar por covarianza consistente de White  
*P-value* consistente de White entre paréntesis

Variables*	Modelo I	Modelo II	Modelo III	Variables*	Modelo I	Modelo II	Modelo III
N° Segmentos	0,2200 (0,18)			B LP/ACT	-0,6071 (0,15)	-0,6024 (0,16)	-0,5846 (0,17)
Herfindahl		0,5143 (0,13)		INDUSTRIA	1,9451 (0,01)	1,8890 (0,01)	1,8992 (0,01)
Entropía			0,4613 (0,12)	D1997	-0,2182 (0,00)	-0,2163 (0,00)	-0,2167 (0,00)
% control	0,9393 (0,01)	0,8923 (0,02)	0,8990 (0,01)	D1998	-0,2658 (0,00)	-0,2569 (0,00)	-0,2566 (0,00)
LN(ACT)	-0,5358 (0,00)	-0,5311 (0,00)	-0,5375 (0,00)	D1999	0,0573 (0,33)	0,0653 (0,28)	0,0658 (0,28)
RO/VTAS	0,9566 (0,02)	0,9400 (0,02)	0,9738 (0,02)	R <sup>2</sup> Ajustado	61,1%	60,7%	60,9%
GK/ACT	1,2441 (0,00)	1,2091 (0,00)	1,1844 (0,00)	F-statistic	71,40	70,28	70,83
DIV/ACT	1,1048 (0,32)	1,1347 (0,31)	1,1243 (0,31)	P(F-statistic)	0,00	0,00	0,00

\* Se omite la presentación de los efectos fijos.

to financiero. También se observa que el desempeño de la empresa no se encuentra relacionado con el pago de dividendos. No obstante, al controlar por la industria a la que pertenece la empresa, esta variable resulta altamente significativa.

Con respecto a las variables temporales, se debe señalar que el signo negativo y significativo asociado a los años 1997 y 1998 refleja el impacto que tuvo la crisis asiática en el mercado de valores chileno. Como estas variables no forman parte del estudio –más allá de controlar por crisis macroeconómicas y ciclos de negocios–, si bien se continuará controlando por ellas, se omitirá su presentación en las regresiones posteriores.

En el análisis de causalidad por tramos, además de los cambios en los coeficientes de las variables diversificación y porcentaje del controlador, se incorporó el log(act) con el fin de encontrar evidencia que permita dar respuesta a la inconsistencia aparecida en la etapa anterior. Las variables presentadas en el cuadro VI.5 representan los tramos que registraron la mejor bondad de ajuste.

**Cuadro VI.5**  
**VARIABLES DE DIVERSIFICACIÓN,**  
**PROPIEDAD Y TAMAÑO, POR TRAMO**

---

**Variables de diversificación**

---

*Número de segmentos:*

NUM – 1 a 2	= Número de segmentos si éstos son $\leq 2$ = 2 si número de segmentos $> 2$
NUM – 3	= 0 si número de segmentos $\leq 2$ = Número de segmentos menos 2 si $2 < \text{número de segmentos} \leq 3$
NUM – +3	= 0 si número de segmentos $\leq 3$ = Número de segmentos menos 3 si número de segmentos $> 3$

*Índice de Herfindahl:*

H – 0 a 40	= Índice de Herfindahl si éste es $\leq 0,40$ = 0,40 si índice de Herfindahl $> 0,40$
H – 40 a 60	= 0 si índice de Herfindahl $\leq 0,40$ = Índice de Herfindahl menos 0,40 si $0,40 < \text{índice de Herfindahl} \leq 0,60$
H – +60	= 0 si índice de Herfindahl $\leq 0,60$ = Índice de Herfindahl menos 0,60 si índice de Herfindahl $> 0,60$

*Índice de entropía:*

E – 0 a 55	= Índice de entropía si éste es $\leq 0,55$ = 0,55 si índice de entropía $> 0,55$
E – 55 a 85	= 0 si índice de entropía $\leq 0,55$ = Índice de entropía menos 0,55 si $0,55 < \text{índice de entropía} \leq 0,85$
E – + 85	= 0 si índice de entropía $\leq 0,85$ = Índice de entropía menos 0,85 si índice de entropía $> 0,85$

---

**Variable de propiedad: porcentaje del controlador**

---

% – 0 a 40	= % controlador si éste es $\leq 0,40$ = 0,40 si % controlador $> 0,40$
% – 40 a 65	= 0 si % controlador $\leq 0,40$ = % controlador menos 0,40 si $0,40 < \text{% controlador} \leq 0,65$
% – + 65	= 0 si % controlador $\leq 0,65$ = % controlador menos 0,65 si % controlador $> 0,65$

---

**Variable de tamaño: Log(Activos)**

---

% – 0 a 20	= Log(ACT) si éste es $\leq 0,20$ = 0,20 si Log(ACT) $> 0,20$
% – 20 a 21,5	= 0 si Log(ACT) $\leq 0,20$ = Log(ACT) menos 0,20 si $0,20 < \text{Log(ACT)} \leq 21,5$
% – + 21,5	= 0 si Log(ACT) $\leq 21,5$ = Log(ACT) menos 21,5 si Log(ACT) $> 21,5$

Los resultados del modelo anterior se presentan en el cuadro VI.6. Para *número de negocios* y *entropía* se observa un efecto positivo y significativo en el segmento intermedio, lo que señalaría que, para un determinado rango, la diversificación crea valor. Por el contrario, *Herfindahl* registra un efecto negativo y significativo en su tramo final, indicando que la diversificación destruye valor a partir de cierto nivel. En consecuencia, los resultados no son concluyentes con respecto a la diversificación y su efecto sobre el valor de la firma.

En relación con el porcentaje del controlador, se observa que en su tramo inicial el coeficiente es negativo aunque no significativo, lo que podría indicar que los bene-

**Cuadro VI.6**  
P-VALUE CONSISTENTE DE WHITE ENTRE PARÉNTESIS

Variables*	Modelo I	Modelo II	Modelo III	Variables*	Modelo I	Modelo II	Modelo III
NUM-1 a 2	-0,0743 (0,57)			A-0 a 20	-0,7809 (0,00)	-0,7645 (0,00)	-0,7795 (0,00)
NUM-3	0,7281 (0,05)			A-20 a 21,5	0,0378 (0,79)	0,0598 (0,68)	0,1324 (0,39)
NUM-+3	-0,0412 (0,70)			A-+21,5	-0,0267 (0,88)	-0,2732 (0,02)	-0,2833 (0,01)
H-0 a 40		0,0838 (0,82)		RO/VTAS	0,8946 (0,03)	1,0229 (0,03)	0,9908 (0,03)
H-40 a 60		3,0465 (0,11)		GK/ACT	1,1127 (0,00)	1,3042 (0,00)	1,1761 (0,00)
H-+60		-2,4023 (0,05)		DIV/ACT	0,8272 (0,39)	1,0132 (0,35)	0,9197 (0,37)
E-0 a 55			-0,2235 (0,49)	B LP/ACT	-0,7107 (0,10)	-0,7005 (0,11)	-0,7785 (0,07)
E-55 a 85			2,4658 (0,04)	Industria	1,9170 (0,00)	1,8181 (0,01)	1,8905 (0,00)
E-+85			-0,2470 (0,54)	R <sup>2</sup> ajustado	63,9%	62,5%	63,2%
%-0 a 40	-1,6984 (0,21)	-1,5623 (0,23)	-1,1849 (0,37)	F-statistic	50,07	47,43	48,77
%-40 a 65	1,4700 (0,03)	1,3382 (0,03)	1,0892 (0,09)	P(F-statistic)	0,00	0,00	0,00
%-+65	0,7766 (0,16)	0,9526 (0,10)	1,0209 (0,09)				

\* Se omite la presentación de los efectos fijos y temporales.

ficios por una alineación de intereses son compensados por el consumo no pecuniario del controlador para bajos niveles de propiedad. No obstante, cuando la participación del controlador es mayor de 40%, se observa un efecto positivo y significativo para *número de negocios* y *Herfindahl* (a un nivel de significancia de 5%), y para *entropía* (a 10%), concordando con la *hipótesis de alineación de intereses*. Para niveles de concentración superiores a 65%, existe una débil evidencia de que continúa manteniéndose un efecto positivo sobre el desempeño de la empresa cuando el controlador incrementa su participación. El menor efecto podría atribuirse a que comienza a ser importante el riesgo de expropiación al que quedan expuestos los minoritarios.

Para los tramos relativos al tamaño, la evidencia general apunta a una relación negativa y significativa entre tal variable y el desempeño de la empresa, con sólo un tramo menor donde no se presentarían efectos significativos. Para las variables restantes se continúa manteniendo el signo y significancia, salvo en el caso de la razón *deuda de largo plazo sobre activos totales*, la cual resulta negativa y débilmente significativa.

**Cuadro VI.7**  
RESUMEN ESTADÍSTICO

Variable	Firmas focalizadas		Firmas diversificadas		Diferencia = (Div. - Foc.)	
	Media	Mediana	Media	Mediana	Media*	Mediana**
Q-Tobin	1,47	1,31	1,17	1,03	-0,3 (0,00)	-0,28 (0,00)
N° de segmentos	1	1	2,98	3,00	1,98 (0,00)	2,00 (0,00)
Controlador	0,69	0,67	0,55	0,56	-0,14 (0,00)	-0,11 (0,00)
Total activos (MM\$)	208,0	99,6	1080,0	380,0	872,0 (0,00)	280,4 (0,00)
Total ventas (MM\$)	100,0	48,8	364,0	198,0	264,0 (0,00)	149,2 (0,00)
Razón deuda/capital (LP/ACT)	0,20	0,17	0,23	0,21	0,03 (0,09)	0,04 (0,03)
Rentabilidad	0,20	0,19	0,15	0,14	-0,05 (0,00)	-0,05 (0,00)
Crecimiento	0,066	0,054	0,069	0,050	0,00 (0,70)	0,00 (0,90)
Pago de dividendos	0,066	0,030	0,027	0,020	-0,039 (0,00)	-0,01 (0,00)
CxC Rel./Activo	0,052	0,016	0,118	0,077	0,066 (0,00)	0,061 (0,00)
CxP Rel./Pasivo	0,163	0,054	0,186	0,078	0,023 (0,32)	0,024 (0,02)
IER / Activo	0,120	0,047	0,460	0,454	0,340 (0,00)	0,417 (0,00)
Sujetas a inv. de AFP	0,72	1,00	0,96	1,00	0,24 (0,00)	0,00 (0,00)
Acogidas a Art. 10	0,13	0,00	0,12	0,00	-0,01 (0,94)	0,00 (0,97)
Presencia	0,67	0,69	0,84	0,92	0,17 (0,00)	0,23 (0,00)
N° de accionistas	2,370	1,378	7,255	3,475	4,885 (0,00)	2,097 (0,00)
Total observaciones	190		226			

\* *P-value* del test t para igualdad de medias entre paréntesis.

\*\* *P-value* del test de Wilcoxon/Mann-Whitney para igualdad de medianas entre paréntesis.

También se analiza el impacto de las transferencias de fondos entre empresas relacionadas. El cuadro VI.7 contiene en su parte superior la información del cuadro VI.2, para fines comparativos, mientras que en su parte inferior se ubican los datos que son de interés para esta etapa. Se destaca que las empresas diversificadas tienden a otorgar mayores montos en créditos a sus relacionadas en comparación con las focalizadas. Por otra parte, el nivel de créditos que solicitan las firmas focalizadas se eleva hasta igualar el nivel de las empresas diversificadas.

Se aprecia que existe una mayor liquidez en las acciones de las empresas diversificadas, lo que está en línea con la mayor dispersión de la propiedad y el menor porcentaje mantenido por el accionista controlador. Además, no se observa una clara diferencia entre empresas focalizadas y diversificadas en lo que tiene relación con ser sujetas a inversiones de AFP o estar acogidas al artículo 10° transitorio de la ley 19.705.

El cuadro VI.8 presenta los resultados de la regresión de panel en que se controla por tramos y se incorporan los nuevos elementos de interés. En general, no se ven alterados los signos de los coeficientes ni su significancia (con respecto a los presentados en el cuadro VI.6), salvo en el tramo superior del porcentaje del controlador (más de 65%), el que resulta significativo a 1%. Esto podría deberse a que se captura el riesgo de expropiación con una variable ficticia. Para examinar tal posibilidad se incorpora en la regresión anterior una interacción entre las variables *propiedad del controlador por sobre 65%* y la variable ficticia del artículo 10°, encontrándose un coeficiente negativo y significativo –con valores (y *p-values*) de -1,53 (0,01), -1,87 (0,01) y -1,74 (0,01), para las regresiones con número de segmentos, Herfindahl y entropía, respectivamente–, lo que señala que la concentración de la propiedad tiene un efecto negativo cuando está asociada al riesgo de expropiación.<sup>16</sup> También se observa que aquellas variables asociadas con movimientos de flujo entre la empresa y sus relacionadas tienen un efecto negativo sobre la *Q-Tobin*, aunque sólo resultan ser significativos los créditos que se obtienen desde contrapartes con las cuales se tiene alguna vinculación. En cuanto a la dispersión de la propiedad, tiene el signo esperado, pero no es significativa. En conjunto, existe una débil evidencia en favor de que los flujos internos de la empresa constituyen un instrumento que permite expropiar riqueza a los minoritarios, antes que reflejar un mercado de capital interno eficiente. Finalmente, las demás variables muestran el signo esperado (sujeta a inversiones de AFP, artículo 10° y presencia), pero sólo la última resulta significativa.

El cuadro VI.9 presenta un análisis segmentado de la muestra, atendiendo al tipo de controlador. Prácticamente no existe distinción entre las distintas administraciones basándose en el desempeño, característica que se repite en el caso del crecimiento y del artículo 10° transitorio. Por otra parte, sí existe una clara separación en la concentración de propiedad de las empresas, la cual decrece desde las multinacionales, seguido por las empresas familiares, para terminar con las controladas por grupo de ejecutivos.

---

<sup>16</sup> Regresiones no presentadas. Los resultados se pueden solicitar al autor.

**Cuadro VI.8**  
*P-VALUE* CONSISTENTE DE WHITE ENTRE PARÉNTESIS

<b>Variables*</b>	<b>Modelo I</b>	<b>Modelo II</b>	<b>Modelo III</b>	<b>Variables*</b>	<b>Modelo I</b>	<b>Modelo II</b>	<b>Modelo III</b>
NUM-1 a 2	-0,0317 (0,82)			B LP/ACT	-0,5274 (0,19)	-0,5197 (0,21)	-0,6045 (0,14)
NUM-3	0,7992 (0,03)			Industria	2,1615 (0,00)	2,0310 (0,00)	2,0819 (0,00)
NUM+3	-0,0761 (0,39)			A-0 a 20	-0,6148 (0,00)	-0,6263 (0,00)	-0,6437 (0,00)
H-0 a 40		0,2360 (0,50)		A-20 a 21,5	0,0275 (0,83)	0,0563 (0,68)	0,1318 (0,68)
H-40 a 60		2,6502 (0,17)		A+21,5	-0,0224 (0,91)	-0,2846 (0,03)	-0,2798 (0,03)
H+60		-2,5503 (0,05)		CxC Rel.	-0,1031 (0,73)	0,0817 (0,80)	0,1180 (0,71)
E-0 a 55			-0,0533 (0,88)	CxP Rel.	-0,2627	-0,2709	-0,2545
E-55 a 85			2,2633 (0,07)	IER/ACT	-0,1669 (0,34)	-0,1565 (0,38)	-0,1983 (0,26)
E+85			-0,3446 (0,39)	Ln(ACCT)	-0,2032 (0,19)	-0,1742 (0,29)	-0,1784 (0,28)
%-0 a 40	-2,0781 (0,13)	-1,8923 (0,16)	-1,5668 (0,26)	PRES	0,9567 (0,00)	0,8101 (0,00)	0,7606 (0,00)
%-40 a 65	1,5362 (0,02)	1,3473 (0,03)	1,1097 (0,09)	Sujeta a inv. de AFP	0,0460 (0,63)	0,0829 (0,39)	0,0921 (0,35)
%+65	1,2510 (0,01)	1,4611 (0,01)	1,5005 (0,01)	Art. 10°	-0,0592 (0,38)	-0,0440 (0,54)	-0,0631 (0,40)
RO/VTAS	0,5412 (0,16)	0,6774 (0,14)	0,6641 (0,13)	R <sup>2</sup> ajustado	66,2%	64,2%	64,9%
GK/ACT	0,9497 (0,01)	1,1919 (0,00)	1,0658 (0,00)				
DIV/ACT	0,7013 (0,37)	0,9485 (0,31)	0,8686 (0,33)	F-statistic	38,58	35,66	36,57
				P(F-statistic)	0,00	0,00	0,00

\* Se omite la presentación de los efectos fijos y temporales.

Modelo I: Número de segmentos; Modelo II: Herfindahl; Modelo III: Entropía

Del cuadro se desprende que las multinacionales controlan las empresas más grandes medidas por activos y ventas, presentan el mayor nivel de razón deuda/capital, y tienen mayor dispersión de propiedad que las empresas controladas por ejecutivos o familias. Por su parte, las empresas controladas por familias presentan una menor rentabilidad, y un alto porcentaje de sus activos está conformado por inversiones en empresas relacionadas. Finalmente, las empresas dirigidas por ejecutivos se distinguen por ser “aefepeables” en un alto porcentaje, lo que explicaría el hecho de que sean también las que ostentan la mayor presencia bursátil al contar con la demanda de los inversionistas institucionales.

Para el análisis econométrico se adoptaron dos estrategias. Primero se incorporó una variable *dummy* que distinga a cada tipo de administración. Segundo, se conformaron paneles de datos para cada tipo de propiedad (desbalanceados), a fin de examinar el comportamiento que tienen las variables *diversificación* y *propiedad* en cada grupo particular. En ambos casos se tomó como referente el modelo por tramos ex-

**Cuadro VI.9**  
ANÁLISIS SEGMENTADO POR TIPO DE CONTROLADOR

Variable	Tipos de dueños empresas					
	Familias		Ejecutivos		Multinacionales	
	Media	Mediana	Media	Mediana	Media	Mediana
Q-Tobin	1,25	1,05	1,36	1,20*	1,32	1,15
N° de segmentos	2,16	2,00	2,25°	2,00°	1,74*	1,00*
Controlador	0,63	0,61	0,53*°	0,56*°	0,69*	0,70*
N° de accionistas	4,325	2,438	4,861°	2,381°	6,302*	2,786*
Total activos (MM\$)	446,00	170,00	480,00°	209,00°	1280,00*	350,00*
Total ventas (MM\$)	233,00	74,30	190,00°	98,90	323,00*	106,00*
Razón deuda/capital (LP/ACT)	0,16	0,15	0,23*°	0,21*°	0,28*	0,32*
Rentabilidad	0,145	0,143	0,182*	0,163*	0,195*	0,191*
Crecimiento	0,069	0,053	0,078	0,054	0,063	0,051
CxC Rel./Activo	0,063	0,036	0,102*	0,038*	0,108*	0,079*
CxP Rel./Pasivo	0,192	0,072	0,121*°	0,047*°	0,214	0,105
IER / Activo	0,42	0,41	0,23*	0,16*	0,22*	0,12*
Sujetas a inv. de AFP	0,80	1,00	0,95*°	1,00*°	0,81	1,00
Acogidas a Art. 10	0,14	0,00	0,06*	0,00	0,18	0,00
Presencia	0,74	0,80	0,81*°	0,90*°	0,75	0,81
Total observaciones	172		133		111	

\* Significativos al nivel de 10% o menos de ejecutivos/multinacional r/a familias.

° Significativos al nivel de 10% o menos de ejecutivos r/a multinacional.

Test de medias: Test t; test de medianas: Wilcoxon / Mann-Whitney.

puesto en el cuadro VI.6. El cuadro VI.10 presenta los resultados de la primera estrategia. Familias y ejecutivos tienen un efecto positivo y significativo al compararse con las multinacionales, siendo el controlador de tipo familiar el que posee un mayor coeficiente. Con respecto a las demás variables, sus signos y niveles de significancia no presentan mayores cambios. Tampoco es posible obtener alguna conclusión respecto del efecto que tiene la diversificación sobre el desempeño de la empresa.

En la segunda etapa, con regresiones de panel no balanceados específicas para cada tipo de propiedad, resultaron las siguientes muestras: 24 empresas controladas por familias (192 observaciones); 23 por ejecutivos (184), y 21 por multinacionales (168). El cuadro VI.11 presenta las regresiones para cada medida de diversificación y tipo de controlador. No fue posible lograr una conclusión consistente sobre la relación entre diversificación y la *Q-Tobin*, para ningún tipo de controlador y segmento.

**Cuadro VI.10**  
P-VALUE CONSISTENTE DE WHITE ENTRE PARÉNTESIS

Variables*	Modelo I	Modelo II	Modelo III	Variables*	Modelo I	Modelo II	Modelo III
Familia	0,5661 (0,03)	0,5449 (0,04)	0,5549 (0,04)	%-40 a 65	1,2465 (0,04)	1,1357 (0,05)	0,8911 (0,13)
Ejecutivos	0,2525 (0,00)	0,2760 (0,00)	0,2808 (0,00)	%-+65	0,4447 (0,37)	0,6593 (0,24)	0,7194 (0,21)
NUM-1 a 2	-0,0815 (0,52)			A-0 a 20	-0,6968 (0,00)	-0,6809 (0,00)	-0,6947 (0,00)
NUM-3	0,7078 (0,07)			A-20 a 21,5	0,0956 (0,47)	0,1150 (0,40)	0,1941 (0,19)
NUM-+3	-0,0550 (0,58)			A-+21,5	0,0650 (0,71)	-0,1653 (0,17)	-0,1766 (0,13)
H-0 a 40		0,0667 (0,85)		RO/VTAS	0,8971 (0,03)	1,0211 (0,03)	0,9940 (0,03)
H-40 a 60		2,9284 (0,13)		GK/ACT	1,1075 (0,00)	1,3024 (0,00)	1,1751 (0,00)
H-+60		-1,9342 (0,13)		DIV/ACT	0,7704 (0,40)	0,9320 (0,36)	0,8381 (0,39)
E-0 a 55			-0,2589 (0,41)	B LP/ACT	-0,5522 (0,15)	-0,5438 (0,16)	-0,6202 (0,11)
E-55 a 85			2,4555 (0,04)	Industria	2,0863 (0,00)	2,0101 (0,00)	2,0845 (0,00)
E-+85			-0,2317 (0,58)	R <sup>2</sup> ajustado	65,1%	63,7%	64,5%
%-0 a 40	-0,5932 (0,62)	-0,4099 (0,72)	-0,0171 (0,99)	F-statistic	46,81	44,36	45,75
				P(F-statistic)	0,00	0,00	0,00

\* Se omite la presentación de los efectos fijos y temporales.

**Cuadro VI.11**  
*P-VALUE* CONSISTENTE DE WHITE ENTRE PARÉNTESIS

<b>Variables*</b>	<b>Modelo I a)**</b>	<b>Modelo I b)</b>	<b>Modelo I c)</b>	<b>Modelo II a)</b>	<b>Modelo II b)</b>	<b>Modelo II c)</b>	<b>Modelo III a)</b>	<b>Modelo III b)</b>	<b>Modelo III c)</b>
NUM-1 a 2	0,0638 ( 0,77)	0,0333 ( 0,77)	-0,2608 ( 0,32)						
NUM-3	-0,3012 ( 0,18)	0,3439 ( 0,01)	1,8390 ( 0,05)						
NUM-+3	-0,0831 ( 0,67)	-0,2985 ( 0,10)	-0,3920 ( 0,04)						
H-0 a 40				0,6898 ( 0,17)	0,8334 ( 0,03)	-0,7365 ( 0,35)			
H-40 a 60				1,1259 ( 0,34)	0,4869 ( 0,72)	3,9064 ( 0,23)			
H-+60				-4,8170 ( 0,07)	-0,5802 ( 0,76)	-10,1728 ( 0,11)			
E-0 a 55							0,3579 ( 0,33)	0,3632 ( 0,16)	-1,6832 ( 0,05)
E-55 a 85							0,7640 ( 0,21)	1,1667 ( 0,04)	11,0940 ( 0,05)
E-+85							-1,3281 ( 0,08)	-0,4219 ( 0,47)	-1,3428 ( 0,25)
%-0 a 40	8,5338 ( 0,00)	0,6167 ( 0,73)	-3,6019 ( 0,15)	9,0685 ( 0,00)	0,3606 ( 0,83)	0,4786 ( 0,83)	9,0051 ( 0,00)	0,3164 ( 0,85)	0,5796 ( 0,78)
%-40 a 65	0,1585 ( 0,87)	-0,5763 ( 0,48)	1,0255 ( 0,39)	0,0061 ( 1,00)	-0,5600 ( 0,47)	0,2998 ( 0,83)	-0,0269 ( 0,98)	-0,5942 ( 0,45)	0,7307 ( 0,58)
%-+65	-1,6977 ( 0,04)	3,2592 ( 0,06)	0,0634 ( 0,92)	-1,8186 ( 0,03)	3,5236 ( 0,03)	1,2991 ( 0,20)	-1,7562 ( 0,03)	3,4024 ( 0,04)	0,5963 ( 0,40)
A-0 a 20	-0,4250 ( 0,00)	-0,4126 ( 0,01)	-0,9888 ( 0,01)	-0,4885 ( 0,00)	-0,3674 ( 0,01)	-1,2935 ( 0,02)	-0,4827 ( 0,00)	-0,3854 ( 0,01)	-0,5660 ( 0,07)
A-20 a 21,5	-0,1746 ( 0,54)	-0,0497 ( 0,74)	-0,0931 ( 0,75)	-0,1130 ( 0,69)	-0,0595 ( 0,68)	0,2630 ( 0,50)	-0,0779 ( 0,78)	0,0107 ( 0,94)	0,8173 ( 0,14)
A-+21,5	-0,0966 ( 0,74)	-0,0974 ( 0,54)	2,0152 ( 0,12)	-0,0184 ( 0,94)	-0,1058 ( 0,51)	-0,8393 ( 0,22)	-0,4482 ( 0,22)	-0,1288 ( 0,46)	-1,4394 ( 0,08)
RO/VTAS	1,0706 ( 0,05)	0,5329 ( 0,26)	1,1967 ( 0,03)	1,0354 ( 0,06)	0,5788 ( 0,33)	1,7548 ( 0,04)	1,0550 ( 0,05)	0,7687 ( 0,14)	1,1188 ( 0,05)
GK/ACT	2,3038 ( 0,01)	0,4615 ( 0,21)	0,3299 ( 0,75)	2,2009 ( 0,01)	0,3071 ( 0,42)	1,6049 ( 0,12)	2,2572 ( 0,01)	0,2785 ( 0,46)	0,8485 ( 0,39)
DIV/ACT	-0,0534 ( 0,91)	3,2307 ( 0,00)	0,9678 ( 0,49)	-0,0311 ( 0,95)	3,3488 ( 0,00)	1,6755 ( 0,38)	-0,0498 ( 0,91)	3,1941 ( 0,00)	1,4278 ( 0,36)

(Continúa)

**Cuadro VI.11** (continuación)  
*P-VALUE* CONSISTENTE DE WHITE ENTRE PARÉNTESIS

Variables*	Modelo I a)**	Modelo I b)	Modelo I c)	Modelo II a)	Modelo II b)	Modelo II c)	Modelo III a)	Modelo III b)	Modelo III c)
B LP/ACT	-1,9648 ( 0,01)	-0,7401 ( 0,16)	0,7594 ( 0,13)	-2,2371 ( 0,01)	-0,6158 ( 0,27)	0,9697 ( 0,17)	-2,2223 ( 0,01)	-0,6907 ( 0,20)	0,3284 ( 0,45)
INDUST.	0,5143 ( 0,61)	2,5232 ( 0,00)	3,8959 ( 0,05)	0,5566 ( 0,58)	2,4849 ( 0,00)	5,5127 ( 0,07)	0,5580 ( 0,58)	2,4794 ( 0,00)	4,3379 ( 0,04)
R <sup>2</sup> ajustado	70,7%	81,9%	67,8%	71,0%	81,6%	58,3%	70,9%	81,9%	65,5%
F-statistic	28,29	39,75	16,78	28,71	38,93	11,94	28,55	39,83	15,34
P(F-statistic)	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00

\* Se omite la presentación de los efectos fijos y temporales.

\*\* a) = Familia, b) = Ejecutivos, c) = Multinacional.

Se encontró que, cuando el controlador es una familia, existe una relación curvilínea entre desempeño y propiedad del controlador –al igual que McConnell y Servaes (1990)–, donde en un principio la participación del controlador aporta valor a la empresa –lo que es consistente con la *hipótesis de alineación de intereses y compromiso familiar*–, para luego decrecer a partir de cierto punto, como lo dictaría la *hipótesis de expropiación y la empresa como un feudo*. En caso de que el controlador sea un grupo de ejecutivos, para una propiedad superior a 65% se presenta una relación positiva y significativa con la *Q-Tobin*, como lo señala la *hipótesis de alineación de intereses*. Para las multinacionales no se obtuvieron parámetros significativos.

Se destaca que la variable razón deuda/capital, para los controladores de tipo familiar, fue negativa y significativa, lo que podría señalar que tales empresas presentan conflictos generacionales que podrían conducir a su quiebra o disolución. De hecho, en Chile, la media de antigüedad de las empresas familiares medianas y grandes es de 31 años, y sólo 16% supera los 50 años de vida.<sup>17</sup> También destaca el signo positivo y significativo que presentó la variable *pago de dividendos* en los controladores de tipo ejecutivos, lo cual puede interpretarse como evidencia para la *teoría de señales*. Las restantes variables, como rentabilidad y crecimiento, en general conservaron su signo y significancia estadística.

<sup>17</sup> “Management en empresas familiares”, *El Diario Financiero*. 2003.

#### 4. Conclusiones

Este artículo analiza la relación existente entre el desempeño de las empresas chilenas, la diversificación de sus negocios, el grado de concentración de la propiedad y el tipo de controlador. De las hipótesis relacionadas al nivel de diversificación de la empresa, no fue posible lograr una posición concluyente al darse resultados no significativos u opuestos entre los distintos indicadores. En relación con la propiedad del controlador, cuando ésta es mayor de 40%, se observa un efecto positivo y significativo para la diversificación –medida por *número de negocios*, *Herfindahl* y *entropía*–, concordando con la *hipótesis de alineación de intereses*. Se destaca que las empresas diversificadas tienden a otorgar un mayor monto en créditos a sus relacionadas en comparación con las focalizadas. Por otra parte, se aprecia que existe una mayor liquidez en las acciones de las empresas diversificadas, lo que está en línea con la mayor dispersión de propiedad y el menor porcentaje mantenido por el accionista controlador. También se encuentra una débil evidencia en favor de la postura según la cual los flujos internos de la empresa constituyen un instrumento que permite expropiar riqueza a los minoritarios, antes que reflejar un mercado de capital interno eficiente. Sobre el impacto que tiene la concentración de la propiedad en el desempeño de la empresa, los resultados de mayor relevancia son alcanzados cuando se hace la distinción por tipo de controlador. Para el caso de las familias, en principio se incrementa el desempeño de la empresa hasta una participación de 40%, para luego caer a partir de un porcentaje de propiedad de 65%. Para el caso de los ejecutivos, la evidencia mostró que su participación no tiene impacto sino hasta que logran una participación de 65%, punto a partir del cual impacta favorablemente el desempeño de la empresa. Por último, en las multinacionales no fue posible distinguir ningún patrón de comportamiento que fuera significativo.

#### Bibliografía

- Amihud, Yakov y Baruch Lev (1981), “Risk Reduction as a Managerial Motive for Conglomerate Mergers”, *Bell Journal of Economics*, Vol. 12, pp. 605-617.
- Berger, Philip y Eli Ofek (1995), “Diversification’s Effect on Firm Value”, *Journal of Financial Economics*, Vol. 37, pp. 39-65.
- Comment, Robert y Gregg Jarrel (1995), “Corporate Focus and Stock Returns”, *Journal of Financial Economics*, Vol. 37, pp. 67-87.
- Demsetz, Harold y Belén Villalonga (2001), “Ownership Structure and Corporate Performance”, *Journal of Corporate Finance*, pp. 209-233.
- Himmelberg, Charles P., R. Glenn Hubbard y Darius Palia (1999), “Understanding the Determinants of Managerial Ownership and the link between Ownership and Performance”, *Journal of Finance Economics*, Vol. 53, pp. 353-384.

- Hyland, David C. y J. David Diltz (2002), "Why Firms Diversify: An Empirical Examination", *Financial Management*, primavera, pp. 51-81.
- Jacquemin, Alexis P. y Charles H. Berry (1979), "Entropy Measure of Diversification and Corporate Growth", *Journal of Industrial Economics*, N° 27, junio, pp. 509-369.
- Jensen, Michael C. (1986), "Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers", *American Economic Review*, Vol. 76, mayo, pp. 323-329.
- Jiménez, Gonzalo (2001), "Ethos and Corporate Strategies of Business Groups in Emerging Markets: The Case of Chile", documento de trabajo N° 22, Universidad Adolfo Ibáñez.
- Khanna, Tarun y Krishna Palepu (1999a), "Policy Shocks, Market Intermediaries, and Corporate Strategy: The Evolution of Business Groups in Chile and India", *Journal of Economics and Management Strategy*, Vol. 8, N° 2, mayo.
- . (1999b), "Emerging Market Business Groups, Foreign Investors, and Corporate Governance", Working Paper 6955, *National Bureau of Economic Research*, febrero.
- Khanna, Tarun y Krishna Palepu (1999c), "Is Group Affiliation Profitable in Emerging Markets?, An Analysis of Diversified Indian Business Groups", *Harvard Business School*.
- Lang, Larry H. y René M. Stulz (1994), "Tobin's Q, Corporate Diversification, and Firm Performance", *Journal of Political Economy*, pp. 1248-1280.
- La Porta, Rafael y otros (1997), "Legal Determinants of External Finance", *Journal of Finance*, Vol. 52, julio, pp. 1131-1150.
- Lins, Karl V. y Henri Servaes (1999), "International Evidence on the Value of Corporate Diversification", *Journal of Finance*, Vol. 54, diciembre, pp. 2215-2239.
- . (2002), "Is Corporate Diversification Beneficial in Emerging Markets?", *Financial Management*, verano, pp. 5-31.
- Majluf, Nicolás y otros (1998), "Governance and Ownership Structure in Chilean Economic Groups", *Revista Abante*, Vol. 1, N° 1, abril, pp. 111-139.
- Mansi, Sattar A. y David M. Rebb (2002), "Corporate Diversification: What Gets Discounted?", *Journal of Finance*, Vol. 57, octubre, pp. 2167-2183.
- Maquieira, Carlos y otros (2003), "Valuation of Investment Companies in Chile", *Estudios de Administración*, Vol. 10, N° 2, pp. 1-25.
- McConnell, John J. y Henri Servaes (1990), "Additional Evidence on Equity Ownership and Corporate Value", *Journal of Financial Economics*, Vol. 27, pp. 595-612.
- Morck, Randall, Andrei Shleifer y Robert W. Vishny (1988), "Management Ownership and Market Valuation", *Journal of Finance Economics*, pp. 293-315.
- Stein, Jeremy (1997), "Internal Capital Markets and the Competition for Corporate Resources", *Journal of Finance*, Vol. 52, pp. 111-133.
- Tarziján, Jorge (1999), "Internal Capital Markets and Multimarket Contact as Explanations for Conglomerates in Emerging Markets", *Revista Abante*, Vol. 2, N° 1, abril, pp. 3-22.
- Villalonga, Belén (2002), "Does Diversification cause the Diversification Discount?", Working Paper, *Harvard Business School*. 2002.

**Anexo A**  
**LISTADO DE EMPRESAS EN LA MUESTRA**

<b>N°</b>	<b>Nemo bolsa</b>	<b>Nombre empresa</b>	<b>Administración año 2002</b>
1	Aguas	Aguas Andinas S.A.	Multinacional
2	Andina	Embotelladora Andina S.A.	Familiar
3	Besalco	Besalco S.A.	Familiar
4	CAP	CAP S.A.	Ejecutivos
5	Carolina	Empresas Santa Carolina S.A.	Familiar
6	CCT	Compañía Chilena de Tabacos S.A.	Multinacional
7	Cementos	Cementos Bio-Bio S.A.	Familiar
8	Cervezas	Compañía Cervecerías Unidas S.A.	Familiar
9	CGE	Compañía General de Electricidad S.A.	Ejecutivos
10	Chilectra	Chilectra S.A.	Multinacional
11	Cholguan	Forestal Cholguan S.A.	Familiar
12	Cintac	Cintac S.A.	Ejecutivos
13	CMPC	Empresas CMPC S.A.	Familiar
14	Colbun	Colbun S.A.	Multinacional
15	Coloso	Sociedad Pesquera Coloso S.A.	Familiar
16	Conchatoro	Viña Concha y Toro S.A.	Familiar
17	Copec	Compañía de Petróleos de Chile S.A.	Familiar
18	Cristales	Cristalerías de Chile S.A.	Familiar
19	Cruzblanca	Ing. Salud S.A. (Ingsalud)	Multinacional
20	CTC	Compañía de Telecomunicaciones de Chile	Multinacional
21	CTI	CTI Compañía Tecno Industrial S.A.	Ejecutivos
22	Edelnor	Empresa Eléctrica del Norte Grande S.A.	Multinacional
23	Elecda	Empresa Eléctrica de Antofagasta S.A.	Multinacional
24	Emelari	Empresa Eléctrica de Arica S.A.	Multinacional
25	Enaex	Enaex S.A.	Ejecutivos
26	Endesa	Empresa Nacional de Electricidad S.A.	Multinacional
27	Enersis	Enersis S.A.	Multinacional
28	Entel	Empresa Nacional de Telecomunicaciones S.A.	Multinacional
29	Eperva	Empresa Pesquera Eperva S.A.	Familiar
30	Esva	Empresa Obras Sanitarias Valparaíso S.A.	Multinacional
31	Gasco	Gasco S.A.	Ejecutivos

(Continúa)

**Anexo A** (continuación)  
LISTADO DE EMPRESAS EN LA MUESTRA

<b>N°</b>	<b>Nemo bolsa</b>	<b>Nombre empresa</b>	<b>Administración año 2002</b>
32	Gener	Aes Gener S.A.	Multinacional
33	Iansa	Empresas Iansa S.A.	Multinacional
34	Inforsa	Industrias Forestales S.A.	Familiar
35	Itata	Pesquera Itata S.A.	Familiar
36	LAN	Lan Chile S.A.	Ejecutivos
37	Madeco	Madeco S.A.	Familiar
38	Masisa	Masisa S.A.	Multinacional
39	Melón	Empresas Melón S.A.	Multinacional
40	Pehuenche	Empresa Eléctrica Pehuenche S.A.	Multinacional
41	Pucobre	Sociedad Punta del Cobre S.A.	Ejecutivos
42	Río Maipo	Compañía Eléctrica del Río Maipo S.A.	Multinacional
43	San Pedro	Viña San Pedro S.A.	Familiar
44	Santa Rita	Sociedad Anónima Viña Santa Rita	Familiar
45	Soquicom	Soquimich Comercial S.A.	Ejecutivos
46	SQM	Sociedad Química Minera de Chile S.A.	Ejecutivos
47	Sta. Isabel	Santa Isabel S.A.	Multinacional
48	Telsur	CNT Telefónica del Sur S.A.	Familiar
49	Terranova	Forestal Terranova S.A.	Multinacional
50	Vapores	Compañía Sudamericana de Vapores S.A.	Familiar
51	Ventanas	Puerto Ventanas S.A.	Ejecutivos
52	Zofri	Zona Franca de Iquique S.A.	Familiar

## **Capítulo VII**

# **LAS EMPRESAS LATINOAMERICANAS: FACTORES DETERMINANTES DE SU DESEMPEÑO**

*Luiz Artur Ledur Brito  
y Flávio Carvalho de Vasconcelos*

### **1. Introducción**

Durante buena parte del siglo XX muchos investigadores, inversionistas y funcionarios de gobierno se han formulado una pregunta inquietante. ¿De qué manera son diferentes muchas empresas de países emergentes de aquellas que prosperan en las economías avanzadas de Norteamérica, Europa y Asia? ¿Son las economías de América Latina, África, Medio Oriente e India tan diversas de las economías de Francia, Alemania, Estados Unidos y Canadá como para que se torne necesaria una nueva teoría de la estrategia?

Las teorías económicas dan respuestas parciales. El New Institutional Economics (North, 1981; North, 1994) propone que las instituciones formen agencias con estructuras de costos de transacciones (Jensen, 2000; Williamson, 1991). Diversas teorías acerca de la naturaleza del desarrollo económico señalan distintas políticas y desafíos que han de ser enfrentados. Aún existe un fuerte debate sobre los fundamentos del desarrollo económico (Meier y Stiglitz, 2001). Estas tendencias en la literatura señalan alguna especificidad de las empresas en los países emergentes.

Por otra parte, la literatura de estrategia empresarial ha prestado escasa atención a este tema (Rumelt, Schendel y Teece, 1994). La mayoría de las investigaciones están centradas en Estados Unidos o en Europa, y rara vez los investigadores de estrategia empresarial plantean preguntas como las siguientes: 1) ¿Cuáles son las similitudes entre las empresas en países emergentes y sus contrapartes en otros países en el mundo?, 2) ¿Son diferentes?, 3) Si es así, ¿en qué sentido lo son?, 4) Si hay diferencias, ¿resulta aplicable a los países emergentes la misma investigación que se realiza en Estados Unidos y en Europa?, 5) ¿Qué aspectos deberían tomarse en consideración cuando aplicamos principios generales a esta área del mundo?

El presente documento intenta contribuir al debate mediante el examen de algunos rasgos estadísticos de una muestra de empresas latinoamericanas. La componen empresas incorporadas en la base de datos Global Compustat, la que es administrada por Standard & Poor's y usada con propósitos de investigación, no menos que para el análisis de inversiones por parte de bancos de inversión y otras instituciones eco-

nómicamente activas. Su edición de agosto de 2003 contiene cifras de 21.430 empresas industriales y financieras de más de 80 países, y abarca el período 1990-2003. De éstas, 462 son empresas industriales activas en países de América Latina. La cifra es revisada y ajustada por Standard & Poor's para asegurar su comparación y fiabilidad. Las empresas han sido elegidas de acuerdo con su relevancia e interés para los distintos usuarios en cada país. Aunque el conjunto de datos no es una muestra probabilística y, por tanto, no cabe asumir la validez estadística externa de sus resultados, la muestra representa las principales empresas (en términos de relevancia y visibilidad) en cada país, a juicio de inversionistas y profesionales. En varios casos estas empresas constituyen modelos para otras en el mismo país y contribuyen fuertemente a delinear la estructura institucional de los negocios. Los resultados son relevantes, ya que reflejan las percepciones del mercado acerca del ambiente de negocios.

Este estudio se concentra en las características del desempeño de esta muestra de empresas. En primer lugar, de una forma más descriptiva, analiza su segmentación y tamaño y compara este grupo con sus homólogos de otras áreas del mundo incluidas en la base de datos Global Compustat. Luego, se analiza la función de distribución de estas empresas. Ésta resultó ser similar a la encontrada en un estudio referido a empresas de Estados Unidos y a empresas globales. El resultado más importante de este documento, sin embargo, se produjo al estudiar el desempeño de estas empresas utilizando los componentes de análisis de la varianza, pero en una composición de ésta que es claramente diferente de la de estudios precedentes: los efectos de empresa que dominan la varianza en otros ambientes de negocios, son aquí mucho menos importantes, permitiendo de esta forma la mayor significación de los efectos de industria, país y año en la explicación de la varianza. Este resultado tiene consecuencias profundas para la gestión estratégica en América Latina, comenzando por los impulsores del desempeño, los cuales pueden ser diversos o al menos ejercer una influencia diferente en la determinación del producto del desempeño.

La siguiente sección describe la muestra utilizada y los detalles del análisis descriptivo del tamaño y la escala. En la tercera parte, se examina la técnica de los componentes de la varianza y se revisan los estudios anteriores de esta corriente de investigación. En la cuarta parte se presentan los resultados del análisis del desempeño de la muestra latinoamericana. En la sección final se formulan las conclusiones que se desprenden de los resultados, se muestran las implicaciones generales de los mismos y se indican limitaciones y sugerencias para futuros estudios.

## **2. Muestra, tamaño y escala**

En total, diez países de América Latina tienen empresas representadas en la muestra: Argentina, Belice, Brasil, Chile, Colombia, Guyana, México, Panamá, Perú y Venezuela. La composición de la muestra por país de origen puede verse en el cuadro VII.1.

La base de datos también incluye firmas financieras, pero éstas no fueron consideradas en este análisis, a fin de permitir la comparación con estudios previos sobre desempeño que también las excluyeron.

**Cuadro VII.1**  
COMPOSICIÓN DE LA MUESTRA POR PAÍS DE ORIGEN

País	Número de compañías	% del total
Argentina	31	6,7
Belice	1	0,2
Brasil	164	35,5
Chile	104	22,5
Colombia	26	5,6
Guyana	1	0,2
México	98	21,2
Panamá	4	0,9
Perú	21	4,5
Venezuela	12	2,6
Total	462	100,0

*Fuente:* Análisis de los autores.

La muestra cubre distintos sectores industriales. Las 462 empresas de América Latina están en correspondencia con 140 códigos SIC de cuatro dígitos. Varios códigos SIC tienen sólo una compañía clasificada, de modo que el análisis por medio de éstos presenta limitaciones. Incluso si el análisis se efectúa utilizando el de tres dígitos, encontramos aún 126 clasificaciones diferentes. Cuando el agregado utiliza el código de dos dígitos, las compañías son clasificadas en sólo 47 códigos distintos. La composición de la muestra refleja las características de las economías latinoamericanas. El cuadro VII.2 presenta la composición de la muestra por agregado de código SIC de dos dígitos.

El tamaño medido por el total del ingreso neto presenta una dispersión amplia de la muestra. La mediana general es de 359 millones de dólares. En la mayoría de los sectores de dos dígitos, la mediana y la media no están muy lejos una de la otra, con algunas pocas notables excepciones. Las empresas clasificadas en el rubro comunicaciones y en general las tiendas de mercancías (departamentales) (SIC 20XX y 53XX) son claramente de mayor tamaño que el resto. En el otro extremo están las compañías clasificadas como productos textiles (SIC 22XX), las cuales tienen un tamaño mucho menor. El detalle de la descripción se puede observar en el cuadro VII.3.

El primer tema a discutir cuando se analiza este grupo de empresas es el de la escala. Considerando el tamaño relativo de las economías de América Latina y sus empresas relativamente pequeñas, ¿podría dañar el espíritu competitivo en algún sentido? Para responder a esta pregunta se comparó el tamaño de este grupo de empresas con un grupo similar de otras empresas del mundo. Nuevamente se utilizaron las ventas netas para estimar el tamaño y los resultados que fueron agregados por códigos SIC de dos dígitos. La base de datos Global Compustat fue la fuente de información sin restricciones en el país de origen. Se utilizaron en total 5.094 empresas de

**Cuadro VII.2**  
COMPOSICIÓN DE LA MUESTRA POR CÓDIGO SIC

Código SIC de dos dígitos	Número de empresas	% del total	Acumulado %
20 Alimentos y relacionados	54	11,7	11,7
33 Industrias de metales primarios	47	10,2	21,9
49 Electrónicos, gas y servicios sanitarios	44	9,5	31,4
48 Comunicaciones	41	8,9	40,3
28 Productos químicos y relacionados	32	6,9	47,2
32 Productos de piedra, arcilla, vidrio y cemento	31	6,7	53,9
26 Productos de papel y relacionados	17	3,7	57,6
53 Tiendas de mercancías en general	17	3,7	61,3
10 Minería de metales	15	3,2	64,5
36 Electrónica y otros equipos electrónicos y componentes, excepto computadoras	13	2,8	67,3
37 Equipo de transporte	13	2,8	70,1
22 Productos textiles	10	2,2	72,3
Otros - 35 códigos de dos dígitos distintos	128	27,7	100,0

*Fuente:* Análisis de los autores.

69 países como base de comparación. El cuadro VII.4 presenta la mediana de esta muestra latinoamericana comparada con la mediana de otras empresas de la base de datos correspondientes a la misma muestra SIC de dos dígitos. En la mayoría de los casos la mediana de la muestra de América Latina es mayor que la mediana de la muestra mundial. Los únicos dos sectores donde ocurre lo contrario son 49 (eléctricos, gas y servicios sanitarios) y 22 (productos textiles). Este resultado puede ser sorprendente si se considera el tamaño relativo de las economías de América Latina, pero resulta consistente con la selección de empresas incluidas en la base de datos. Por tanto, es claro que el tamaño y la escala no son un tema para este grupo seleccionado de empresas latinoamericanas. Podemos aseverar con seguridad que este grupo de compañías no parece tener ninguna desventaja en la escala, si se lo compara con un grupo mayor de compañías del mundo en los mismos sectores.

### **3. Componentes de la varianza, análisis del origen del desempeño de las empresas**

Si bien los factores industriales, como se los describe en los marcos económicos industriales (Tirole, 1988) y en el clásico modelo de las cinco fuerzas (Porter, 1980), son relevantes, la industria no es el único factor que importa cuando se trata de determinar

**Cuadro VII.3**  
**TAMAÑO (INGRESOS EN MILLONES DE DÓLARES - AÑO 2001)**  
**POR CÓDIGO SIC DE DOS DÍGITOS**

Código SIC de dos dígitos	Desviación			Mín.	Máx.
	Media	Mediana	Estándar		
20 Alimentos y relacionados	891	457	1185	6,5	5323
33 Industria primaria de metales	894	528	1023	17,2	4767
49 Servicios sanitarios, eléctricos y gas	758	374	1017	8,3	4703
48 Comunicaciones	2206	1124	2829	7,0	11896
28 Productos químicos y relacionados	394	308	397	35	1501
32 Productos de piedra, arcilla, vidrio y cemento	789	225	1525	36	6802
26 Productos de papel y relacionados	618	346	520	54	1675
53 Tiendas de mercancías en general	2420	1672	2588	254	9486
10 Minería metálica	807	152	1510	2,9	4544
36 Electrónica y otros equipos eléctricos y componentes, excepto computadores	520	357	594	9,6	1455
37 Equipo de transporte	777	454	1008	36	2961
22 Productos textiles	63	49	57	7,1	145
Otros - 35 códigos de dos dígitos diferentes					
Total de la muestra	1064	359	2066	2,6	24717

*Fuente:* Análisis de los autores sobre datos sacados de la base de datos Global Compustat.

la ganancia de la empresa. La influencia de la industria está demostrada por el hecho de que la mayoría de las empresas en algunas de las industrias con alto desempeño, como la farmacéutica, superan consistentemente a la mayor parte de las firmas en algunas industrias de bajo desempeño, como la siderurgia o el transporte aéreo. Sin embargo, se observa también que algunas empresas tienen resultados consistentemente buenos comparados con los de otras compañías en sus mismas industrias. Estos elementos básicos llevan a identificar por lo menos dos fuerzas importantes que determinan la ganancia: los efectos de industria y los efectos de empresa. Hay pequeñas dudas sobre ambos efectos en el tema de la estrategia de negocio, pero la pregunta fundamental es cuánto afecta la dinámica de la industria y cuánto las características específicas de la empresa a la determinación del desempeño.

Esta pregunta importante ha sido planteada por una línea de investigación de la estrategia empresarial que utiliza la técnica estadística conocida como análisis de los componentes de la varianza para determinar qué factor (generalmente industria, firma, corporación o año) es responsable de la varianza del desempeño observada. La técnica del componente de la varianza ha sido extensamente usada en otros campos, como la genética, en tanto sustituto estadístico para la experimentación al tratar con datos observados. En la genética muchas veces es imposible manipular variables inde-

**Cuadro VII.4**  
**COMPARACIÓN DEL TAMAÑO DE LA MEDIANA**  
**EN MILLONES DE DÓLARES ENTRE EMPRESAS**  
**LATINOAMERICANAS Y DEL MUNDO**

<b>Código SIC de dos dígitos</b>	<b>Mediana AL Millones de dólares</b>	<b>Mediana mundial Millones de dólares</b>	<b>Número de compañías en la muestra del mundo</b>
20 Alimentos y relacionados	457	259	605
33 Industrias de metales primarios	528	362	396
49 Electricidad, gas y servicios sanitarios	374	791	399
48 Comunicaciones	1124	367	403
28 Productos químicos y relacionados	308	190	911
32 Productos de piedra, arcilla, vidrio y cemento	225	130	318
26 Productos de papel y relacionados	346	253	208
53 Tiendas de mercancías en general	1672	918	138
10 Minería metálica	152	39	155
36 Electrónica y otros equipos y componentes eléctricos, excepto computadores	357	155	991
37 Equipo de transporte	454	402	371
22 Productos textiles	49	117	199

*Fuente:* Análisis de los autores sobre los datos sacados de la base de datos Global Compustat.

pendientes para observar los efectos de esta manipulación sobre las variables dependientes. Una alternativa a esta estrategia de investigación es aplicar técnicas estadísticas que consideren que la constitución de la genética de los miembros individuales de una especie es el resultado de la combinación aleatoria de varios efectos independientes. La técnica procura descomponer la varianza observada de una variable específica en los componentes (o variaciones) que representan la contribución de cada efecto aleatorio en la generación de la varianza observada. Los textos estadísticos especializados proporcionan un tratamiento completo de la técnica (Searle, Casella y McCulloch, 1992).

Un primer enfoque a este problema en la estrategia empresarial fue proporcionado por Richard Schmalensee, quien analizó los datos de la Fair Trade Commission (FTC) de Estados Unidos buscando los efectos industriales y de la empresa (Schmalensee, 1985). Debido a que Schmalensee sólo analizó los datos de un año, no fue posi-

ble aislar ni los efectos de empresa ni los efectos de año. Las principales conclusiones de este estudio fueron:

- Los efectos corporativos fueron insignificantes. No hubo influencia significativa en los resultados asociada al hecho de que una unidad de negocio formara parte de una gran corporación.
- Los efectos de industria fueron importantes. El sector industrial en el cual una unidad de negocio opera tuvo una influencia significativa en sus resultados, y esta influencia explicó entre 19% y 20% del total de la varianza.
- Cerca de 80% de la varianza en los resultados no fue explicado por los factores ya mencionados. Debido a que la influencia del sector industrial fue claramente identificada y estadísticamente significativa, Schmalensee argumentó que este estudio podría ser visto como una confirmación parcial de un enfoque basado en la industria para la estrategia de negocio. Sin embargo, como observó que su modelo dejaba sin explicar 80% de la varianza de las ganancias del negocio, reconoció que “(...) mientras las diferencias de la industria importen, ellos no representan claramente todos los aspectos relevantes” (Schmalensee, 1985, p. 350).

Probablemente el estudio que más influyó en esta línea de investigación fue el publicado por Rumelt (1991), quien utilizó el panel de datos con cuatro observaciones para cada empresa (la misma fuente de datos que Schmalensee había usado antes), lo cual le permitió identificar efectos de firma y año, junto a los efectos de industria y corporación (Rumelt, 1991).

El modelo básico utilizado por Rumelt (1991), sin considerar las interacciones posibles entre factores, es:

$$r_{i,k,t} = \mu + \gamma_t + \alpha_i + \phi_k + \varepsilon_{i,k,t} \quad (1)$$

donde  $r_{i,k,t}$  es el retorno sobre los activos de una empresa individual en la muestra. El índice  $t$  representa los distintos años considerados;  $i$  los distintos sectores industriales y  $k$  las empresas individuales. El término  $\mu$  es el resultado promedio de todas las empresas tomadas como un grupo. El término  $\gamma_t$  es el efecto de año,  $\alpha_i$  es el efecto de sector industrial, finalmente,  $\phi_k$  es la contribución individual de la empresa  $k$  a sus resultados, o el efecto de empresa. El término error  $\varepsilon_{i,k,t}$  es el residual, no explicado por el modelo. Las principales conclusiones del estudio de Rumelt fueron:

- No se identificaron efectos corporativos.
- Los efectos de industria explicaron 16,2% del total de la varianza.
- Los efectos específicos de empresa, asociados a las unidades de negocio individuales, fueron responsables de 46,4% del total de la varianza.
- La varianza inexplicable fue de 36,9%.

Estos dos estudios fueron especialmente importantes, ya que daban nacimiento a una línea de investigación que es aún muy activa. Estimulados por el trabajo de Rumelt, otros autores publicaron investigaciones similares explorando cifras de otra base de datos: la base de datos Compustat para compañías estadounidenses (McGahan y Porter, 1997; Roquebert, Philips y A., 1996).

Los resultados de Roquebert, Philips y Westfall (1996) fueron similares a los estudios previos con una importante excepción: los efectos corporativos importantes fueron identificados (17,9%). Los resultados de McGahan y Porter (1997) relativos a empresas manufactureras son presentados a continuación y requieren de una discusión más detallada:

- Una vez más, el componente más importante fue la unidad de negocio individual a la cual le correspondió 35,45% del total de la varianza.
- Los efectos industriales se expresan en 10,81% del total de la varianza. Cabe notar que los autores observan que las definiciones de industria de Compustat son demasiado amplias y mezclan varias actividades que no pertenecen a la misma industria. Argumentan que los efectos de industria deberían ser más altos si las definiciones fueran más específicas.
- Los efectos de año fueron de 2,34%.
- El factor error fue mayor que en los estudios precedentes, como lo explica la cifra de 46,33% de la varianza del modelo.

El cuadro VII.5 resume los resultados de estos estudios.

La mayoría de los estudios que usaron componentes de la varianza aplicaron retornos sobre los activos (ROA) como una medida de desempeño, pero algunos estudios probaron la hipótesis de que medidas de desempeño distintas tendrían resultados también diferentes. Powell no usó la técnica de componentes de la varianza en los resultados financieros, sino sobre la percepción de gestión, y obtuvo resultados similares (Powell, 1996). McGahan replicó el procedimiento usando la  $q$  de Tobin en lugar de ROA y también obtuvo resultados similares (McGahan, 1999). Un estudio más reciente exploró mediciones de desempeños distintos alcanzando conclusiones similares (Hawawini, Subramanian y Verdin, 2003).

Los autores examinados no consideraron los efectos de país, ya que los datos utilizados se originan sólo del ambiente de negocios de Estados Unidos. Sin embargo, la literatura sobre economía y estrategia de negocios ha indicado que el factor país puede ser significativo en la explicación de las diferencias de las empresas (Nelson, 1991; Porter, 1990). Un análisis que tomó explícitamente este tema fue hecho por Brito y Vasconcelos usando la base de datos Global Compustat con datos de 78 países (Brito y Vasconcelos, 2003).

En este estudio, las empresas han sido agrupadas agregando códigos SIC por sectores o divisiones económicas amplias. La división A incluye agricultura, forestal y pesca (código SIC bajo 1.000); la división B corresponde a minería (código SIC 1.000-

**Cuadro VII.5**  
RESULTADOS DE ESTUDIOS PREVIOS (porcentaje)

	Schmalensee (1985)	Rumelt (1991)	Roquebert, Phillips, Westfall (1996)	McGahan, Porter (1997), Rumelt	McGahan, Porter (1997)
Año	no disponible	0	0,5	0,40	2,34
Sector industrial por año	no disponible	7,84	2,3	4,44	no disponible
Sector industrial, fijo	no disponible	8,32	10,2	7,20	10,81
Sector industrial, total	19,59	16,16	12,5	11,64	10,81
Corporación	no disponible	0,80	17,9	2,05	no disponible
Covarianza corporación- industria	-0,62	0	no disponible	-1,42	-2,27
Participación de mercado	0,62	no disponible	no disponible	no disponible	no disponible
Negocio unidad/ segmento	no disponible	46,37	37,1	33,79	35,45
Modelo	19,59	63,33	68,0	46,46	46,33
Varianza inexplicable, error	80,41	36,67	32,0	53,54	53,67

1.499); la división C, a construcción (códigos SIC 1.500-1.799); la división D, la mayor, a manufactura (código SIC 2.000-3.999); la división E cubre transporte, comunicaciones, eléctricos, gas y servicios sanitarios (códigos SIC 4.000-4.971); las divisiones F y G fueron analizadas en conjunto: cubren el comercio y la venta minorista y mayorista (SIC 5.000-5.999); la división H comprende finanzas, seguros y bienes raíces (SIC 6.000-6.799); la división I corresponde a servicios (SIC 7.000-8.999). La selección de los datos de este estudio se hizo descartando de inicio aquellas firmas cuyas ventas totales fuesen inferiores a 10 millones de dólares en 2001. Se consideró el período 1997-2001 y se dieron cinco observaciones principales por firma. El análisis final se realizó sobre 60.092 observaciones, 12.592 empresas, 448 sectores industriales y 78 países. El número de empresas fue sustancialmente más grande que en estudios previos. Los retornos sobre los activos fueron utilizados como medida de desempeño.

Analizaremos en detalle el modelo matemático usado por Brito y Vasconcelos (2003), ya que es esencialmente el mismo utilizado en este estudio. En este modelo la firma, el sector industrial, el año y el país fueron tomados como efectos aleatorios:

cada uno ha contribuido a la varianza total de la variable observada. El modelo base, sin considerar las interacciones posibles, fue:

$$r_{i,j,k,t} = \mu + \gamma_t + \alpha_i + \beta_j + \phi_k + \varepsilon_{i,j,k,t} \quad (2)$$

donde  $r_{i,j,k,t}$  es el retorno de los activos de una empresa individual en la muestra. El índice  $t$  representa los distintos años considerados;  $i$  los distintos sectores industriales;  $j$  los países donde las firmas se localizan y  $k$  las empresas individuales. El término  $\mu$  es el resultado promedio de todas las compañías tomadas como un grupo. El término  $\gamma_t$  es el efecto de año,  $\alpha_i$  es el efecto de industria,  $\beta_j$  representa el efecto de país y, finalmente,  $\phi_k$  es la contribución individual de la compañía a sus resultados, o el efecto de empresa. El término error  $\varepsilon_{i,j,k,t}$  es el residual, no explicado por el modelo. Este modelo simple puede extenderse incluyendo las interacciones posibles de país, industria y año añadiendo otros tres términos representados por las interacciones entre país e industria, país y año, e industria y año.

La varianza del término  $r_{i,j,k,t}$  está dada por:

$$\sigma_r^2 = \sigma_\gamma^2 + \sigma_\alpha^2 + \sigma_\beta^2 + \sigma_\phi^2 + \sigma_\varepsilon^2 \quad (3)$$

El análisis fue el primero que se realizó utilizando el modelo más sencillo, en el cual la no interacción de los efectos está justificada. El cuadro VII.6 presenta los resultados para los distintos sectores económicos.

Estudios previos que no han incluido efectos de país indicaron que la porción más grande explicada por la varianza fue dada por los efectos de firma. Éstos reflejan características únicas de la empresa que afectaron su desempeño en forma constante en

**Cuadro VII.6**  
COMPOSICIÓN DE LA VARIANZA DE LA  
MUESTRA TOTAL (MODELO SIMPLE)

	Agricul- tura %	Minería %	Cons- trucción %	Manu- factura %	Trans- porte %	Ventas al mayoreo y me- nudeo %	Seguros, finanzas y bienes raíces %	Servicios %
Empresa	27,7	14,0	6,5	37,2	49,5	42,6	40,4	43,3
País	20,8	8,2	16,9	2,0	0,0	5,0	2,9	0,0
Industria	0,0	15,6	0,5	3,2	15,6	0,7	6,8	0,8
Año	0,6	2,9	0,2	1,2	0,4	0,8	0,2	2,5
Error	50,9	59,4	75,8	56,5	34,5	50,8	49,7	53,4
Total	100	100	100	100	100	100	100	100

Fuente: Brito, L.A. y F.C. Vasconcelos, *How Much does Country Matter?*, documento presentado en el Encuentro Nacional de programas de Pós-Graduação em Administração, 2003.

todo el período analizado. Son una medida de cuánto una empresa específica difiere de otras, dadas sus características únicas.

Los efectos de industria reflejan factores que afectan a las empresas actuantes en una industria en general durante todo el período analizado. Las barreras de entrada, las revoluciones tecnológicas y las oportunidades extendidas de la diversificación representan un ejemplo. Los efectos de año deberían reflejar factores que generalmente influyen en todas las firmas en un año particular. Los efectos de país representan la influencia de contexto que un país ejerce en todas las compañías que operan dentro de él.

El desarrollo de las consideraciones anteriores tiene su base en el modelo más simple, en el cual no se consideran las interacciones entre efectos. Los efectos de país, por ejemplo, podrían manifestarse más claramente a través de las interacciones con los efectos de industria. Si un país tiene una ventaja o desventaja particular en ciertos sectores industriales, todas las empresas en ese país y en ese sector industrial en particular estarían afectadas. El análisis puede tornarse mucho más complejo, ya que son posibles tres interacciones distintas.

#### **4. Características del desempeño de las corporaciones de América Latina**

El retorno de los activos (ROA) fue elegido como el indicador principal de desempeño para permitir la comparación con estudios previos. El período de análisis fue 1994-2002. La base de datos contiene información sobre algunas compañías de 1992 y 1993, pero hay numerosos datos errados, y la alta tasa de inflación en algunos países agregó complejidad al análisis. El período elegido es también el más relevante para esta investigación.

Después de verificar los datos faltantes y clasificar los errores, 442 de las 462 compañías originales fueron calificadas con el análisis. En total, se sacaron de la base de datos 2.322 observaciones, con un promedio de 5,2 observaciones por compañía durante el período de análisis (1994-2002). Argentina, Brasil, Chile, Colombia, Guyana, México, Panamá, Perú y Venezuela estuvieron representados en esta muestra. Las empresas fueron clasificadas en 117 códigos SIC diferentes de cuatro dígitos.

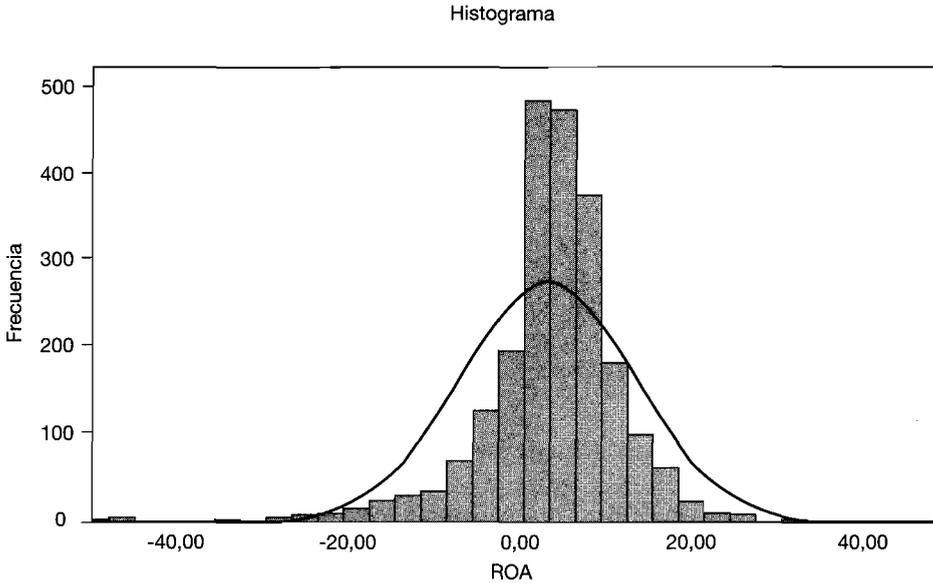
En el gráfico VII.1 se observa el histograma que representa la distribución de ROA de estas observaciones. En el cuadro VII.7 se presenta la descripción estadística más detallada.

Las principales características de esta distribución del desempeño no están en desacuerdo con los estudios previos hechos sobre muestras de otras partes del mundo. Primero, la forma de la distribución es similar. Es casi simétrica y claramente leptocúrtica,<sup>1</sup> como lo indica el alto coeficiente de curtosis. Este comportamiento es tam-

---

<sup>1</sup> Una distribución leptocúrtica es más puntiaguda que la distribución normal, la cual tendría un coeficiente de curtosis de tres. Intuitivamente, esto indica una distribución donde las partes laterales han sido cortadas y añadidas a las colas y el pico de la curva (Spanos, 1999).

**Gráfico VII.1**  
**DISTRIBUCIÓN DEL DESEMPEÑO DE LAS COMPAÑÍAS**  
**LATINOAMERICANAS (1994-2002)**



bién observado en Brito y Vasconcelos (2003) cuando analizaron una muestra global grande.

Los parámetros de distribución no están tan lejos de los estudios previos. La media de 2,86% es similar (desde una perspectiva de gestión) a 1,71% encontrada en una muestra de 60.092 observaciones correspondientes a 12.592 compañías de 78 países estudiados por Brito y Vasconcelos (2003). La desviación estándar fue algo más pequeña que la de este estudio comparado, alcanzando los 10 puntos porcentuales, y la muestra global dio una cifra de 13,7. El cuadro VII.8 presenta un resumen comparado de las características de la distribución del desempeño de esta investigación con los estudios previos. Se observa que las distribuciones son comparables, y esta muestra de América Latina no es radicalmente distinta de la del resto del mundo. La magnitud de la dispersión parece ser algo más pequeña como lo indica la desviación estándar.

El principal objetivo de esta investigación fue, sin embargo, ir más allá del análisis de la distribución del desempeño y examinar la composición del desempeño de la varianza, comparándola con los estudios previos hechos en otros ambientes de negocios. Esta composición revelará posibles diferencias en los impulsores del desempeño en Latinoamérica. Estudios previos sobre componentes de la varianza han identificado efectos de empresas individuales como la fuente más importante de la variación

**Cuadro VII.7**  
**ESTADÍSTICAS DESCRIPTIVAS DEL**  
**DESEMPEÑO COMO ROA DE LAS COMPAÑÍAS**  
**DE AMÉRICA LATINA (1994-2002)**

		Estadísticas	Error estándar
Media		2,86	0,21
95% intervalo de confianza de la media	Límite inferior	2,45	
	Límite superior	3,27	
5% media ajustada		3,42	
Mediana		3,67	
Varianza		100,41	
Desviación estándar		10,02	
Mínimo		-100,44	
Máximo		120,51	
Rango		220,95	
Rango del intercuartil		7,48	
Asimetría		-1,46	0,051
Curtosis		23,93	0,102

*Fuente:* Análisis de los autores sobre los datos extractados de la base de datos de Compustat Global.

del desempeño. La industria es usualmente de importancia secundaria en la explicación de la variación y los efectos de año no existen o son insignificantes. La interacción entre año e industria también es de importancia relativa.

Esta investigación examinó la composición de la varianza del desempeño usando inicialmente un modelo simple donde la no interacción entre los factores se justifica. Un nuevo tipo de factor fue incluido, sin embargo, desde que se pudo relacionar la variación en el desempeño con la asociación con un país específico. Se introdujo un factor país, como en Brito y Vasconcelos (2003). Los resultados son presentados en el cuadro VII.9. La robustez de éstos fue confirmada repitiendo el análisis con la eliminación de años particulares y de un país en el tiempo. En todos los casos, se obtuvieron resultados similares y se indica que la composición adelante señalada no es un instrumento de un país particular o una crisis en un año particular.

El primer hecho que distingue a estos resultados de los precedentes es la relevancia relativamente pequeña de los efectos de las firmas individuales. Éstas representan solamente 19% del total de la variación, mientras que en otros estudios sobre el desempeño de las compañías de Estados Unidos llegaron a explicar entre 34% y 46% de la varianza total. McNamara, Vaaler y Devers (2003) estudiaron la composición de la varianza del desempeño usando cuatro años no consecutivos de 1978 a 1997 y encontraron efectos consistentes y de firma que explicaban más de 40% del total de la

**Cuadro VII.8**  
**ESTUDIOS PREVIOS SOBRE LAS**  
**CARACTERÍSTICAS DE LA DISTRIBUCIÓN**  
**DEL DESEMPEÑO**

<b>Autores</b>	<b>Período de análisis</b>	<b>Base de datos</b>	<b>Observaciones</b>	<b>Unidades de negocios / empresas</b>	<b>Media</b>	<b>Desviación estándar</b>
Schmalensee (1985)*	1975	FTC	1775	1775	13,66%	18,7%
Rumelt (1991) muestra A*	1974-1977	FTC	6932	1774	13,92%	16,7%
Rumelt (1991) muestra B*	1975-1977	FTC	10866	2810	13,17%	20,3%
Roquebert, Phillips, Westfall (1996)*	1985-1991	Compustat – EEUU	16596	4214	11,01%	21,2%
McGahan, Porter (1997)*	1981-1994	Compustat – EEUU	72742	12296	9,30%	15,7%
Brito, Vasconcelos (2003)	1997-2001	Compustat Global	60092	12592	1,71%	13,7%
Esta investigación – compañías latinoamericanas	1994-2002	Compustat Global	2322	442	2,86%	10,0%

*Fuente:* Análisis hecho por los autores sobre datos sacados de la base de datos Global Compustat; A.M. McGahan y M.E. Porter, "How much does industry matter, really?", *Strategic Management Journal*, Chichester, N° 18, 1997, pp. 15-30; J.A. Roquebert, R.L. Phillips, y A. Westfall P., "Markets vs. management: what 'drives' profitability?", *Strategic Management Journal*, Chichester, N° 17, 1996, pp. 653-664; R. Rumelt, "How much does industry matter?", *Strategic Management Journal*, Chichester, N° 12, 1991, pp. 167-119; R. Schmalensee, "Do Markets Differ Much?", *The American Economic Review*, Nashville, N° 75, 1985, pp. 341-351.

*Nota:* los autores indican con \* que usan una definición distinta de ROA, ganancia antes de impuesto e interés. La definición más estricta de Compustat se utilizó en esta investigación, ya que resulta más segura en esta base de datos.

varianza durante todo el período. Los efectos de industria han aparecido bastante fuertes cuando se comparan con los estudios más recientes. El estudio de McNamara, Vaaler y Devers (2003) mostró una clara tendencia hacia un porcentaje decreciente de los efectos de industria en los años más recientes. La estabilidad de éstos decreció desde un máximo de entre 12% y 13% durante principios de los ochenta hasta llegar a 4% en los últimos dos períodos (1993-96 y 1994-97). En este sentido, 11% de la varianza encontrada en este análisis y atribuida a la asociación de la industria, combinado con 19% atribuible a los efectos de firma, indican un equilibrio claramente diferente de las influencias de la industria y de la firma en el ámbito de negocios de América Latina.

Los efectos de país no fueron estudiados con amplitud siguiendo esta línea de investigación, ya que la mayoría de los análisis se realizaron sobre datos de Estados Unidos solamente. La cifra de 12% del total de la varianza es impresionante. Indica que el efecto de país explica el efecto de industria en la varianza total y, a la vez, su relevancia en el análisis cuando se trata de cifras internacionales.

**Cuadro VII.9**  
**COMPOSICIÓN DE LA VARIANZA DEL**  
**DESEMPEÑO DE EMPRESAS LATINOAMERICANAS**  
 (modelo simple)

Tipo de efecto	Composición de la varianza (%)
Año	2,8
Firma	19,0
Industria	11,1
País	12,1
Varianza inexplicable	55,0
Total	100

*Fuente:* Análisis de los autores.

Los efectos de año fueron relativamente pequeños comparados con otra clase de efectos. La cifra de 2,8%, sin embargo, es más alta que la encontrada en la mayoría de los estudios previos. En algunos no se encontraron efectos de año. Éstos deberían captar la influencia de años particulares que afectan a todas las compañías. Dado un historial variado de crisis globales y continentales durante el período analizado, cabría esperar la aparición de cifras más altas, pero los resultados no apuntan en esa dirección.

La varianza no explicable fue de 55%. Esta no es una cifra anormal en este tipo de investigación. McGahan y Porter (1997) tuvieron 54% de varianza no explicable. Hawawini, Subramanian y Verdín (2003) conocieron un rango de 52% a 60% de varianza no explicable cuando usaron métodos distintos de medición del desempeño. Otros estudios, sin embargo, fueron capaces de explicar una proporción más grande de la varianza. Roquebert, Phillips y Westfall (1996) dejaron sólo 32% de la varianza no explicable en el total, y Rumelt (1991) tuvo una varianza residual de cerca de 37%.

El siguiente paso fue desarrollar un modelo completo en donde las interacciones entre industria y año, año y país, e industria y país pudieran ser evaluadas.

Dado el tamaño limitado de la muestra, el modelo completo podría ser probado y poner de manifiesto una mayor fuerza explicativa, al reducir la varianza no explicable a 46,7%. Se reveló una importante interacción de país y año. Los resultados completos del modelo son presentados en el cuadro VII.10. La robustez de estos resultados también fue verificada repitiendo el análisis que elimina los países y años individuales. Los resultados fueron bastante coherentes al confirmar el perfil de la composición de variación.

Hay dos cambios notorios al comparar este modelo con el modelo simple. La interacción año-país aparece como relevante, ya que explica 8,4% de la varianza total. Las otras dos interacciones posibles (año-industria e industria-país) no han dado cifras significativas. La interacción año-país capta factores específicos que afectan a to-

**Cuadro VII.10**  
**COMPOSICIÓN DE LA VARIANZA**  
**DEL DESEMPEÑO DE LAS COMPAÑÍAS**  
**DE AMÉRICA LATINA**  
 (modelo con interacciones)

Tipo de efecto	Varianza explicada (%)
Año	9,4
Firma	17,0
Industria	8,5
País	9,4
Interacción año-industria	0,7
Interacción año-país	8,4
Interacción industria-país	0,9
Varianza inexplicable	45,7
Total	100

*Fuente:* Análisis de los autores.

das las firmas en un país particular y en un año particular. Las crisis internas, como la de Argentina en años recientes, la devaluación en Brasil en 1999, son ejemplos de estos factores. En términos estadísticos, la varianza atribuida a estos efectos es equivalente en tamaño a los efectos industria (8,5%). El segundo cambio fue el incremento en la varianza relacionado con los efectos de año, los cuales crecieron de 2,8% en el modelo simple a 9,4% en el modelo con interacciones. Esto indica que la influencia de los efectos de año estaba siendo enmascarada y neutralizada en su interacción con el país, ya que esta interacción no había sido incluida en el modelo. Los efectos de año o los factores que afectan a todas las compañías en un año dado han mostrado ser mucho más relevantes. El porcentaje de 9,4% indica que son tanto o más importantes que la asociación con la industria, la que representa 8,5% del total de la varianza.

Los efectos de empresa, industria y país sin interacciones redujeron la cantidad de varianza y fueron capaces de explicar el modelo simple. Los efectos de firma cayeron aun a más de 17% de la varianza total. Esta cifra resulta notablemente baja cuando se la compara con los estudios previos. Los efectos de firma capturan factores de idiosincrasia que persisten año tras año en el desempeño de la firma. Representan el efecto neto de los esfuerzos internos de la firma, iniciativas y capacidades en la variación del desempeño final. En todos los estudios previos que analizaron estos efectos, por un alto margen parecían dominantes y los más importantes. Los efectos de industria y de país fueron más modestos que la varianza redistribuida entre todos los otros efectos.

## 5. Conclusiones

Una de las limitaciones más destacadas de la investigación sobre la estrategia empresarial en los países de América Latina es la falta de datos seguros, comparables y coherentes. La base de datos de Global Compustat incluye un número limitado de firmas latinoamericanas y la selección de éstas constituye claramente una muestra no probabilística, pero aun así es relevante. Incluye las firmas de mayor interés para los analistas de negocios, inversionistas y otras partes interesadas. Se trata de las empresas más visibles de cada país, a menudo las más reconocidas y, en todo caso, punto de referencia para muchas otras. Un análisis de este grupo de compañías es útil, por tanto, ya que representa, por lo menos, la percepción del panorama de negocios que éstas transmiten en el ambiente donde operan y entre los observadores externos.

El objetivo de este artículo ha sido explorar la naturaleza de este conjunto de empresas, en especial las características de su desempeño. El estudio tuvo por objeto responder o hacer alguna contribución a la pregunta acerca del panorama de negocios en América Latina: si éste es fundamentalmente distinto del de otras regiones del mundo; si las empresas que operan en él tienen otras características; si los impulsores del desempeño son diferentes. Aunque existan evidentes semejanzas, notamos diferencias importantes que tienen implicaciones para la aplicabilidad de teorías desarrolladas en otro contexto institucional respecto de las políticas públicas y de los gestores de empresas.

Un análisis descriptivo inicial de esta muestra examinó una diferencia potencial en la escala. Las empresas fueron agrupadas por códigos SIC de dos dígitos y comparadas a una muestra más grande sacada de la base de datos de Global Compustat. Las 462 compañías latinoamericanas fueron comparadas a 5.094 compañías de 69 países distintos. En la mayoría de los casos, la mediana del conjunto de América Latina fue aún mayor que la del grupo mundial. No hay, pues, evidencia de una desventaja en escala cuando se compara con el resto del mundo. Los órdenes de magnitud de las medianas fueron comparables. Desde la perspectiva de escala, las diferencias no mostraron ser relevantes.

Un segundo paso en el análisis fue comparar la distribución del desempeño, medido por el retorno de los activos de estas firmas. La distribución obtenida fue similar y casi simétrica a la de los estudios previos, con un número aproximadamente igual de firmas por encima y por debajo de la media del grupo. Ésta fue también más puntiaguda que una distribución normal, al mostrar un grupo más cercano de la media y la presencia de un número más grande de alto y bajo desempeño que podrían ser considerados valores atípicos en una distribución normal. Este carácter de la distribución fue observado en otros ambientes de negocios. La dispersión pareciera ser más pequeña, con una desviación estándar de diez puntos porcentuales. Aun siendo más pequeña, la significación práctica de esta desviación proporciona una interpretación similar del fenómeno. Para una empresa individual, tener una desviación estándar por encima o por debajo de la media representa la diferencia entre un éxito total y un fracaso rotundo. Desde la perspectiva de la distribución del desempeño, el panorama de negocio, otra vez, no parece ser radicalmente distinto al del resto del mundo.

El tercer paso del análisis fue investigar la composición de la varianza del desempeño. La técnica de componentes de la varianza permitió su descomposición en los efectos de año, firma, industria y país. En un modelo más complejo, las interacciones entre año e industria, año y país, e industria y país fueron también tratadas como efectos adicionales.

El análisis de la composición de la varianza del desempeño es una línea de investigación establecida en la estrategia. Aunque los primeros documentos datan de 1985 y 1991 (Schmalensee, 1985) (Rumelt, 1991), esta línea está en el centro de la presente investigación acerca de la estrategia empresarial. En el volumen del *Strategic Management Journal* de 2003, cuatro de los documentos se ocuparon directamente de este tema (Hawawini y otros, 2003; Hoopes, Madsen y Walker, 2003; McNamara, Vaaler y Devers, 2003; Ruefli y Wiggins, 2003). Un tema fundamental subyacente a este análisis es la relativa importancia de factores internos, la idiosincrasia de la empresa y las influencias externas, como el sector industrial donde ésta opera.

La visión más tradicional de la estrategia, basada en los trabajos de Michael Porter (1980; 1985), parte del fundamento teórico del modelo estructura-conducta-desempeño (SCP - *structure, conduct, performance*), donde la estructura de mercado determina la conducta de las empresas, la que, a su vez, acaba determinando su desempeño. El modelo reconoce un proceso de realimentación donde el desempeño acaba influenciando la estructura, pero fundamentalmente el ambiente externo es el gran factor de interés en la determinación del desempeño de las empresas (Scherer y Ross, 1990). Este abordaje ha sido complementado por la creciente influencia de la visión basada en recursos de estrategia (RBV - *resource-based view*) que define a las empresas como conjuntos de recursos y explica su heterogeneidad por la heterogeneidad de los recursos que las componen (Barney, 1991; Mahoney y Pandian, 1992; Peteraf, 1993; Wernerfelt, 1984). En esta visión, el ambiente externo sigue siendo importante, porque es el que determina el valor, dada la escasez de los recursos (Barney, 1995), pero este ambiente externo afecta a las empresas en forma diferente.

Mientras exista el debate acerca de las causas de los efectos de firma, una verdad establecida en esta línea de investigación seguirá siendo el dominio de los efectos de firma en la varianza explicada. Los efectos de firma representan, por un gran margen, la mayor proporción de la varianza explicable. En la mayoría de los estudios, realizados con datos de empresas estadounidenses, los efectos de firma representan entre 34 y 46% del total de la varianza y el total de la varianza explicable varía entre 45 y 68%.

Al analizar la composición de la varianza de este conjunto de empresas latinoamericanas, este estudio encontró resultados sustancialmente diferentes. El porcentaje total de la varianza explicable fue similar, alcanzando 54,3% para el modelo con interacciones, pero las diferencias quedan en la composición. El efecto de firma individual fue de sólo 17%, correspondiendo lo restante a efectos externos a la empresa. La industria a la que la empresa pertenece respondió por 8,5% de la varianza total. Tiempo y lugar respondió por la mayor parte de la restante varianza explicada. El efecto de año fue bastante relevante. Aisladamente explicó 9,4%, y su interacción con el país 8,4% más. El efecto de país individual correspondió a 9,4% de la varianza

total. Si sumamos estos tres últimos porcentajes tendremos la influencia combinada de tiempo y lugar que alcanzó 27,2%, mucho más que el efecto de firma.

¿Qué implicaciones pueden derivarse de estos resultados? La dinámica de los factores del negocio determina el desempeño, que parece ser distinto. Estas diferencias tienen consecuencias para el análisis y desarrollo de teorías, para los gestores de empresas y para los responsables de las políticas públicas en los países latinoamericanos.

En lo que respecta al análisis y desarrollo de teorías, hay evidencia de que modelos teóricos desarrollados en países del hemisferio norte pueden necesitar de adaptación para ser aplicados a la realidad de países emergentes. Khanna y Rivkin (2001) se confrontaron con la misma situación al investigar el efecto de grupos empresariales en economías emergentes. Los hechos también confirman la necesidad de que los investigadores se dediquen en forma sistemática a encuestas de replicación en el área de ciencias sociales, como procedimiento dirigido a ampliar la capacidad de generalización empírica y construcción de conocimiento en un dominio que aún está en un nivel preparadigmático de desarrollo (Hubbard, Vetter y Little, 1998). Otro aspecto, también necesario para ampliar la capacidad de generalización, es la necesidad de explorar muestras internacionales reconocidas por Hitt, Boyd y Li (2004). Todos estos aspectos indican la relevancia de la investigación local para el desarrollo científico.

Para los gestores de empresas, la investigación también presenta implicaciones concretas y, tal vez, algo frustrantes. El resultado de sus empresas está más en sintonía con el ambiente externo en el cual están ubicadas. La capacidad del gestor es conseguir un desempeño superior de su organización, desarrollando recursos y capacidad únicos y difíciles de ser imitados por los competidores, en forma más limitada (aunque aun exista) que la de sus pares del hemisferio norte, donde el efecto de firma es dominante en la explicación de la variabilidad del desempeño. En suma, es más difícil conquistar y mantener una ventaja competitiva relevante. Las empresas sufren más efectos comunes a todos en un país y en un año determinados. El éxito empresarial (y también el fracaso, por consiguiente) es un fenómeno más colectivo y menos individual. Tal vez los gestores deberían también preocuparse más en influir en el ambiente institucional. La participación de los mismos en entidades de clase y asociaciones, así como un mayor compromiso político, podría ser un camino.

Los resultados también traen un mensaje para los responsables de las políticas públicas y de la construcción del ambiente institucional de nuestros países, no menos que para los gobiernos en general. El impacto potencial de sus actos en las empresas es mayor del que pueden ejercer sus pares en ambientes más consolidados como la economía norteamericana. La posibilidad de provocar períodos de recesión o prosperidad que afecten a todas las empresas es mayor. Esta comprobación empírica sólo soporta la percepción intuitiva construida a lo largo de las últimas décadas por las diversas crisis que alcanzaron a los países de la región.

Esta investigación presenta todavía claras limitaciones y debería ser tratada como una aproximación al tema. La naturaleza de la muestra analizada es la más obvia. El análisis también podría ser mejorado probando diferentes medidas de desempeño, introduciendo otras variables de control. Podrían incluirse otras características que fueran más allá del desempeño, como, por ejemplo, el crecimiento. Pero estas limitacio-

nes también abren caminos para futuras investigaciones. Se podría considerar como metodología el uso de técnicas de nivel múltiple que consideren el carácter endógeno de los datos y su naturaleza jerárquica (Hofmann, 1997; Singer y Willet, 2002). La coordinación entre iniciativas de investigación de diversos países, que incorporen el uso de información local, podría resultar de gran utilidad.

## Bibliografía

- Barney, Jay (1991), "Firm resources and sustained competitive advantage", *Journal of Management*, Nueva York, N° 17, pp. 99-120.
- \_\_\_\_\_. (1995), "Looking inside for competitive advantage", *The Academy of Management Perspectives*, Briarcliff Manor, N° 9, p. 49.
- Brito, Luiz Artur y Flávio Carvalho de Vasconcelos (2003), *How Much does Country Matter?*, Paper presented at the Encontro Nacional de programas de Pós-Graduação em Administração, Atibaia, Brasil.
- Hawawini, Gabriel, Venkat Subramanian y Paul Verdin (2003), "Is performance driven by industry- or firm-specific factors? A new look at the evidence", *Strategic Management Journal*, Chichester, N° 24, pp. 1-16.
- Hitt, Michael A., Brian K. Boyd y Dan Li (2004), "The State of Strategic Management Research and a Vision of the Future", Ketchen, David J. y Donald D. Bergh (eds.), *Research Methodology in Strategy and Management*, Vol. 1, pp. 1-31, Oxford, Elsevier.
- Hofmann, David A. (1997), "An overview of the logic and rationale of hierarchical linear models", *Journal of Management*, Nueva York, N° 23, pp. 723-744.
- Hoopes, David G., Tammy L. Madsen y Gordon Walker (2003), "Guest editors' introduction to the special issue: why is there a resource-based view? Toward a theory of competitive heterogeneity", *Strategic Management Journal*, Chichester, Vol. XXIV, octubre, pp. 889-902.
- Hubbard, Raymond, Daniel E. Vetter y Eldon L. Little (1998), "Replication in Strategic Management: Scientific Testing for Validity, Generalizability, and Usefulness", *Strategic Management Journal*, Chichester, N° 19, p. 243.
- Jensen, Michael C. (2000), *A theory of the firm : governance, residual claims, and organizational forms*, Cambridge, MA, Harvard University Press.
- Khanna, Tarun y Jan Rivkin (2001), "Estimating the performance effect of business groups in emerging markets", *Strategic Management Journal*, Chichester, N° 22, pp. 45-74.
- Mahoney, Joseph T. y J. Rajendran Pandian (1992), "The resource-based view within the conversation of strategic management", *Strategic Management Journal*, Chichester, N° 13, pp. 363-380.
- McGahan, Anita M. (1999), "The performance of US corporations: 1981-1994", *The Journal of Industrial Economics*, Oxford, Vol. XLVII, pp. 373-398.
- McGahan, Anita M. y Michael E. Porter (1997), "How much does industry matter, really?", *Strategic Management Journal*, Chichester, N° 18, pp. 15-30.
- McNamara, Gerry, Paul M. Vaaler y Cynthia Devers (2003), "Same as it ever was: the search for evidence of increasing hypercompetition", *Strategic Management Journal*, Chichester, N° 24, pp. 261-278.

- Meier, Gerald M. y Joseph E. Stiglitz (eds.) (2001), *Frontiers of Development Economics - The Future in Perspective*, Nueva York, Banco Mundial / Oxford University Press.
- Nelson, Richard R. (1991), "Why do firm differ, and how does it matter?", *Strategic Management Journal*, Chichester, Vol. 14, pp. 61-74.
- North, Douglas C. (1981), *Structure and Change in Economic History*, Nueva York, W. W. Norton & Co.
- \_\_\_\_\_. (1994), "Economic performance through time", *The American Economic Review*, Nashville, N° 84, pp. 359-368.
- Peteraf, Margareth A. (1993), "The cornerstones of competitive advantage: a resource-based view", *Strategic Management Journal*, Chichester, N° 14, pp. 179-191.
- Porter, Michael E. (1980), *Competitive strategy : techniques for analyzing industries and competitors*, Nueva York, Free Press.
- \_\_\_\_\_. (1985), *Competitive advantage : creating and sustaining superior performance*, Nueva York / Londres, Free Press / Collier Macmillan.
- \_\_\_\_\_. (1990), "The Competitive Advantage of Nations", *Harvard Business Review*, Boston, N° 68, p. 73.
- Powell, Thomas C. (1996), "How much does industry matter? An alternative empirical test", *Strategic Management Journal*, Chichester, N° 17, pp. 323-334.
- Roquebert, Jaime A., Robert L. Philips y Peter A. Westfall (1996), "Markets vs. management: what 'drives' profitability?", *Strategic Management Journal*, Chichester, N° 17, pp. 653-664.
- Ruefli, Timothy W. y Robert R. Wiggins (2003), "Industry, corporate, and segment effects and business performance: a non-parametric approach", *Strategic Management Journal*, Chichester, N° 24, septiembre, pp. 861-879.
- Rumelt, Richard P. (1991), "How much does industry matter?", *Strategic Management Journal*, Chichester, N° 12, pp. 167-119.
- Rumelt, Richard P., Dan Schendel y David J. Teece (1994), *Fundamental issues in strategy: a research agenda*, Boston, Harvard Business School Press.
- Scherer, Frederick M. y David Ross (1990), *Industrial market structure and economic performance* (3ª ed.), Boston, Houghton Mifflin Company.
- Schmalensee, Richard (1985), "Do Markets Differ Much?", *The American Economic Review*, Nashville, N° 75, pp. 341-351.
- Searle, Shayle R., George Casella y Charles E. McCulloch (1992), *Variance components*, Nueva York, John Wiley & Sons Inc.
- Singer, Judith D. y John B. Willet (2002), *Applied longitudinal data analysis: modeling change and event occurrence*, Oxford / Nueva York, Oxford University Press.
- Wernerfelt, Birger (1984), "A resource-based view of the firm", *Strategic Management Journal*, Chichester, N° 5, pp. 171-180.
- Williamson, Oliver E. (1991), "Comparative Economic Organization: The Analysis of Discrete Structural Alternatives", *Administrative Science Quarterly*, Ithaca, N° 36, pp. 269-296.



## LOS AUTORES

**Miroslav Bakovic Zuvic.** Chileno, ingeniero civil de industrias de la Pontificia Universidad Católica de Chile. Contador auditor. Managing Partner de Ernst & Young Chile (hasta 2003). Miembro de Partner Advisory Council Ernst & Young Americas (2001-2003). Presidente de la Asociación de Ingenieros Consultores de Chile (1985-1989). Presidente del Instituto de Contadores Auditores de Chile (1999-2000).

**Alicia Bárcena.** Mexicana, bióloga de la Universidad Nacional Autónoma de México con estudios de posgrado en Kennedy School of Government de la Universidad de Harvard. Actualmente, jefe de gabinete de la Oficina Ejecutiva del Secretario General de Naciones Unidas (2006). Secretaria ejecutiva adjunta de la Comisión Económica para América Latina y el Caribe (Cepal) desde 2003. Por cuatro años (1999-2003) fue directora de la División de Desarrollo Sostenible y Asentamientos Humanos de la Cepal. Su carrera se ha especializado en políticas públicas para el desarrollo sostenible, con especial énfasis en medio ambiente, ecología y temas sociales. Fue además directora fundadora del Consejo de la Tierra en Costa Rica. En el gobierno de México fue directora general del Instituto de Pesca y subsecretaria de Desarrollo Urbano y Ecología.

**Luiz Artur Ledur Brito.** Brasileño, graduado en ingeniería química por la Universidad Federal do Rio Grande do Sul, Brasil (1976) y doctorado en administración de empresas por la Fundación Getúlio Vargas, São Paulo (2005). Actualmente es investigador y profesor asistente en la Escuela de Administración de Empresas de la Fundación Getúlio Vargas. Posee una larga experiencia empresarial como ejecutivo del grupo Bunge y Born. Entre sus publicaciones destacan: *How much does country matter?* Capítulo en *Entrepreneurial Strategy*, SMS Book Series (2006); *Variability of firm growth rates: A variance components analysis*, *Academy of Management Meeting*, Hawaii (2005) y *Performance of Brazilian companies: Year effects, line of business and individual firms*, *Brazilian Administration Review* (2004). Se ha especializado en el área de administración de empresas. Sus temas de interés son: estrategia, ventajas competitivas, desempeño entre empresas y sus causas, y componentes de varianza.

**Germano M. de Paula.** Brasileño, profesor del Instituto de Economía de la Universidad Federal de Uberlândia, Brasil. Diplomado en economía por la Universidad Federal de Uberlândia (1987), magíster y doctor en economía por la Universidade Federal do Rio de Janeiro (1992 y 1998). Posdoctorado en economía por la Oxford University (1999). Áreas de interés: estudios sectoriales (con énfasis en la industria siderúrgica y mineral), gobierno corporativo, defensa de la competencia, regulación y estrategias empresariales.

**Christian Espinoza.** Chileno, ingeniero en información y control de gestión y contador auditor de la Universidad de Chile. Magíster en finanzas de la Universidad de Chile. Fiscalizador tributario del Servicio de Impuestos Internos y docente del Diplomado en gestión tributaria de la Universidad Santo Tomás. Publicaciones: “ASP en Chile y su evolución”, en *Revista Departamento de Sistemas de Información y Auditoría* (2002); “Contabilización del capital intelectual”, en *Revista Contabilidad, teoría y práctica* (2000).

**João Carlos Ferraz.** Brasileño, doctor en política de ciencia y tecnología, de la Universidad de Sussex, Inglaterra. Economista de la Pontificia Universidad Católica de Minas Gerais, Belo Horizonte, Brasil. Miembro del Directorio del Banco do Brasil. Profesor y director (1998-2003), del Instituto de Economía, de la Universidad Federal de Río de Janeiro. Director de la División de Desarrollo Productivo y Empresarial de la Cepal desde julio de 2003. Ha trabajado en los temas de competitividad y estrategias empresariales, economía industrial y de innovación, desarrollo económico comparado y políticas de desarrollo productivo, entre otros.

**Hugo Lavados Montes.** Chileno, ingeniero comercial de la Universidad de Chile. PhD (c) en economía, de la Boston University, Estados Unidos. Ha sido profesor de la U. de Chile, U. de Santiago, Pontificia Universidad Católica de Chile. Investigador asociado del Center for Latin American Development Studies, de la Boston University. Se desempeñó como superintendente de valores y seguros de 1990 a 1994. Gerente general del Banco BHIF, socio de Corporate Finance en Ernst & Young y director de la Dirección de Promoción de Exportaciones de ProChile. Actualmente es socio de Latinus, Asesorías Financieras y director del Centro de Investigaciones y Desarrollo de Negocios Internacionales, de la U. de Talca. Ha sido consultor de la Cepal, del BID y del Banco Mundial, entre otros.

**Carlos Maquieira.** Chileno, ingeniero comercial y licenciado en ciencias de la administración por la Universidad de Chile. Maestría y doctorado en administración de la University of Georgia. Director, profesor-investigador de la escuela de posgrado de la Facultad de Economía y Negocios de la Universidad de Chile. Profesor visitante en la University of Georgia. Investigador visitante en Waseda University (Tokio, Japón). Profesor de pre y posgrado de finanzas corporativas, valoración de empresas y decisiones financieras de largo plazo. Autor de diversas publicaciones, nacionales y extranjeras, como *The Journal of Finance*, *Journal of Financial Economics*, *Financial Management*, *Journal of Applied Corporate Finance* y *Journal of Banking and Finance*. Consultor de empresas, como Asociación de AFPs, Bolsa de Comercio de Santiago, Compañía de Teléfonos de Chile, Copec S.A., Edelnor (Perú), Embotelladora Andina, Enami, Enap, Fondo de Inversión Santiago Advent, Metrogas, Fundación Bolivia Exporta, Superintendencia de Administradoras de Fondos de Pensiones y Superintendencia de Valores y Seguros, entre otras.

**Georgina Núñez.** Mexicana, licenciada en relaciones internacionales de la Universidad Nacional Autónoma de México (UNAM). Posgrado en economía y política internacional del Centro de Investigación y Docencia Económicas (CIDE). Investigadora asociada del Instituto de Estudios de Estados Unidos del CIDE y profesora de grado y posgrado en la

UNAM y en la Universidad Iberoamericana. Consultora de la Comisión Sudamericana de Paz, de la Facultad Latinoamericana de Ciencias Sociales (Flacso) y de la Dirección General Económica de la Cancillería chilena. En la Cepal ha trabajado en temas de inversión extranjera; en financiamiento privado al desarrollo sostenible y, desde 2003, ha estado a cargo del seguimiento de la Iniciativa Global Compact de Naciones Unidas y del tema de responsabilidad social corporativa.

**Charles Oman.** Estadounidense, doctor en economía de la Universidad de California, Berkeley, Estados Unidos. Profesor de economía en Berkeley y en la Escuela de Administración de Negocios para Graduados (ESAN) en Lima, Perú. Economista senior y jefe del programa de investigación en el Centro de Desarrollo de la OCDE, en París. Su trabajo actual incluye uno de los libros más vendidos titulado *Uses and Abuses of Governance Indicators*, sobre el tema de la gobernabilidad pública y corporativa en el comportamiento de la inversión y la productividad del trabajo en países en desarrollo y en economías emergentes. Ha dirigido estudios internacionales sobre los efectos de la política de competencia entre gobiernos para atraer inversión extranjera directa, desafíos de las políticas de globalización y regionalización para los países en desarrollo, nuevas formas de inversión internacional y evolución de la política en función del desarrollo.

**Leonardo E. Stanley.** Argentino, economista. Programa de teoría económica, Instituto de Desarrollo Económico y Social (IDES), Buenos Aires (1992-93). *Master of Science in Economics*, Queen Mary & Westfield, Gran Bretaña (1994-95). *Diplome d'études approfondies - Analyse économique: modélisation et méthodes quantitatives*, Universidad de Evry Val-d'Essone, Francia (1998-2000). Investigador del CEDES. Áreas de interés: defensa de la competencia, regulación, propiedad intelectual, inversiones extranjeras, teoría de la firma, gobierno corporativo, profesor de grado y posgrado en distintas universidades e institutos. Artículos publicados en *Desarrollo Económico* y *Revista de la Cepal*.

**Flavio Carvalho de Vasconcelos.** Brasileño, doctor en administración (PhD en gestión) de la École des Hautes Études Commerciales (1998). Actualmente es profesor adjunto en la Escuela de Administración de Empresas de São Paulo, de la Fundación Getúlio Vargas, São Paulo. Ha publicado cuatro libros y contribuido con artículos en revistas especializadas. Ha recibido varios premios y dirigido tesis de programas de maestría y doctorado. Se ha especializado en el área de administración, con énfasis en estrategia empresarial, que incluye teoría organizacional, cambio organizacional, análisis estratégico, gestión de personal y capacitación.





