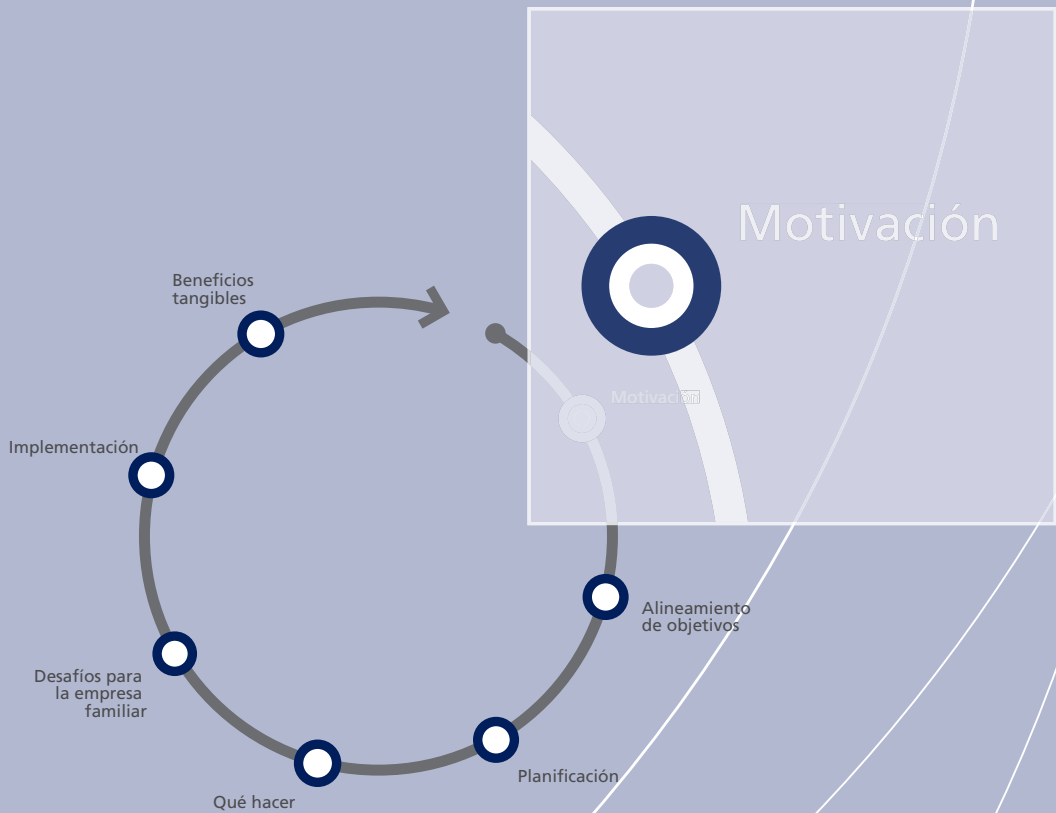


# 1

## MOTIVACIÓN: EL PORQUÉ DETERMINA EL CAMINO A SEGUIR





# Capítulo 1

## Motivación: El porqué determina el camino a seguir



### MENSAJES CLAVE

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

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

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

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

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

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

Las experiencias de los 14 miembros del Círculo<sup>1</sup> demuestran una variedad de motivaciones y acciones. En este capítulo hemos agrupado los factores de motivación en distintas categorías que analizaremos detenidamente.

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



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

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

## 1 Acceder al capital o reducir su costo

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



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

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

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

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

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

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

### **En busca del “dinero de otros”**

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

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

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

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

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

## **1.1 Un buen gobierno corporativo incrementa el valor de mercado**

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

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



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

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

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

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

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

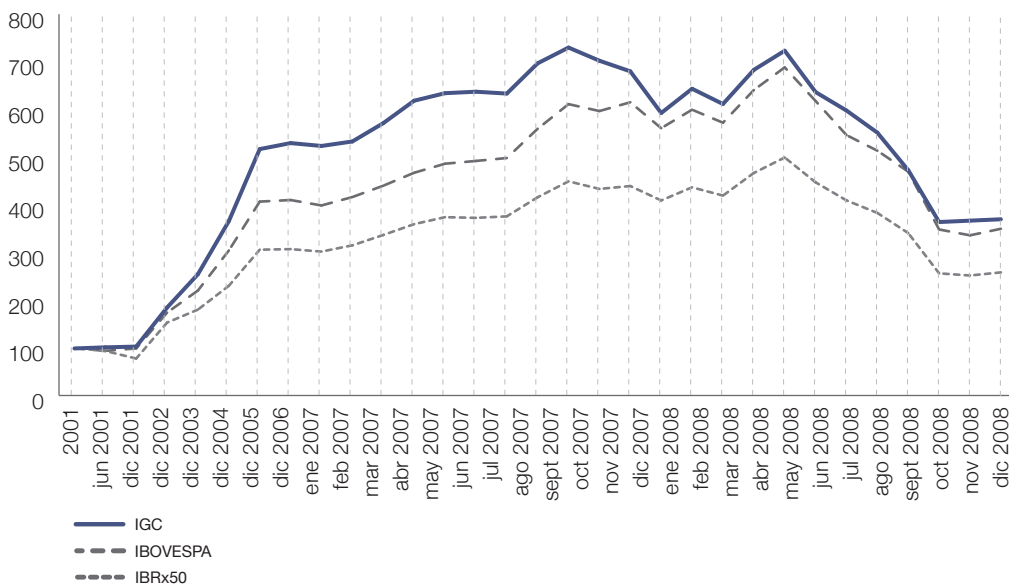
El análisis de los segmentos especiales de cotización del mercado de valores brasileño, el BM&FBOVESPA, demuestra la conexión. El rendimiento de las acciones de empresas de los Niveles 1 y 2 de Novo Mercado —en marcha desde 2001 y con una mayor exigencia de adhesión a estándares elevados de gobierno corporativo— demuestra la superioridad de los precios de las acciones de las empresas mejor gobernadas<sup>3</sup>. Aunque es posible que las mejoras implementadas por las empresas que operan en los segmentos especiales no constituyan la única causa

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

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

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

**Figura 1: IGC x IBOVESPA x IBR 50: Rendimiento comparativo del precio de las acciones<sup>4</sup>**



Fuente: Economática

### La mejora del gobierno corporativo debe preceder la cotización

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

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

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

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

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

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



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

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

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



—Wilson Ferreira Jr., CPFL Energia, Director Presidente<sup>7</sup>

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

<sup>7</sup> Ver nota a la versión en español al comienzo del libro.

## 1.2 Captar y retener accionistas

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

### La falta de capacidad interna impulsa la búsqueda de financiamiento externo

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

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

### Expandiendo la base accionaria

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

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

---

<sup>8</sup> Los inversores institucionales globales que operan con más de 1 billón en activos, pagarán una prima por empresas con un buen gobierno corporativo. Ver el estudio MCKINSEY GLOBAL INVESTOR OPINION SURVEY ON CORPORATE GOVERNANCE (2002) en: <http://www.mckinsey.com/client-service/organization-leadership/service/corp-governance/pdf/global-investor-opinion-survey-2002.pdf>

## Sectores con una alta demanda de capital

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

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

### 1.3 Disminuir el costo del capital y diversificar su composición

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

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

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



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

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

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

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

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

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

## 2 Enfrentar y responder a las presiones externas del mercado

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

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

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

### Cumplimiento con las normas

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

La empresa creó una unidad de cumplimiento para garantizar la adhesión a las normas de los mercados de valores en que cotizaba (BM&FBOVESPA y NYSE<sup>11</sup>). Asimismo, la unidad trabaja para garantizar que la empresa cumpla con todas las disposiciones de la Ley Sarbanes-Oxley. Los líderes de la empresa recuerdan que para cumplir con el Artículo 404 de la Ley Sarbanes-Oxley —sobre controles internos en la preparación de los estados contables— debieron alterar considerablemente los procesos de la empresa.

### Expandiendo la base de capital

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

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

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

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

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

### Cómo lograr el acuerdo entre accionistas

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

<sup>11</sup> New York Stock Exchange

Los accionistas mayoritarios interactuaron a través de tres vehículos:

- Los grupos Bradesco,<sup>12</sup> Votorantim<sup>13</sup> y Camargo Corrêa a través de VBC Energia
- El Fondo de Pensiones de los Empleados del Banco do Brasil (Previ) a través de una empresa denominada 521 Participações
- Los cuatro fondos de pensiones de empresas estatales (Fundação Cesp, Petros, Sistel y Sabesp) a través de una empresa llamada Bonaire Participações

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

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

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

Dada la índole de estos accionistas, la liquidez revestía una importancia primordial, y se consideraba un valor agregado para el mercado de capital y un posible factor de generación de valor a largo plazo. Para lograr liquidez, la empresa adoptó medidas para mejorar su gobierno corporativo, ajustando sus prácticas a las normas de Novo Mercado de BM&FBOVESPA. La empresa también trabajó para cumplir con los requisitos de la Bolsa de Valores de Nueva York mediante la emisión de ADS<sup>14</sup> de Nivel III. Estas mejoras de gestión incluían medidas destinadas explícitamente a responder a los intereses de los diferentes accionistas:

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

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

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

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

<sup>13</sup> En febrero de 2008, Votorantim dejó el grupo de accionistas mayoritarios.

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

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

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

### El Grupo Suzano busca aumentar el precio de sus acciones

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

¿Por qué era necesario esto?

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

¿Cómo logró esto la empresa?

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

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

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

## 4 Resolver problemas de gobierno en empresas familiares

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

—David Feffer, Suzano, Presidente del Directorio



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

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

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

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

---

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



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



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

### Buenaventura se transforma

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

### Cambio generacional en Ferreyros

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

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

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

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

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

### **Suzano y el plan de sucesión**

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

### **Retos únicos para la empresa familiar**

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

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

## **5 Garantizar la sostenibilidad de la empresa**

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

## Perpetuando el negocio y la estrategia comercial

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

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



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

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

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

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

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

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

## Sostenibilidad mediante privatización

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

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

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

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

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

## Institucionalización de la empresa

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

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

### 5.1 Atraer y retener gerentes para garantizar la implementación de estrategias

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



—Roque Benavides, Buenaventura, Director Ejecutivo

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

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

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

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

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

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

## Creando valor para la empresa

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

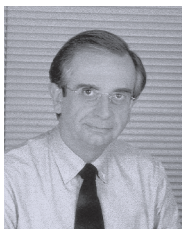
*“El sueño de Pery Igel era convertirla en una verdadera empresa, y logró hacerlo realidad mediante la implementación de prácticas excepcionales de gobierno corporativo.”*

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



## 6 Lograr mejores resultados operativos

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



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

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

Probablemente, gerentes, directores y accionistas podrán tomar decisiones más informadas, rápidas y mejores, cuando la estructura de gobierno de la empresa les permita una comprensión cabal de sus respectivos roles y responsabilidades, y los procesos de comunicación se regulen de manera eficiente y eficaz. A su vez, esto debería mejorar significativamente la eficiencia de las operaciones comerciales y financieras de la empresa en todos los niveles. El gobierno corporativo de alta calidad optimiza todos los procesos comerciales, lo que lleva a un mejor desempeño operativo y a una reducción del gasto de capital<sup>19</sup> que, a su vez, puede contribuir al crecimiento de las ventas y los beneficios.

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

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

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

<sup>20</sup> Entre dichos estudios, encontramos:

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

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

### **Un mejor gobierno corporativo como factor diferenciador de la competencia**

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

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

### **Cómo actuar con rapidez y acelerar la toma de decisiones**

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

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

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

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

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



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

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

## Para seguir pensando y debatiendo

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

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