

EL VALOR DE PARECER BUENO

Perspectiva financiera de las ‘buenas prácticas’ de gobernanza empresaria

Ricardo A. Fornero

Universidad Nacional de Cuyo

SUMARIO: 1. Énfasis actual en las manifestaciones de ‘buenas prácticas’ de la empresa; 2. Las buenas prácticas: Formalización y mecanismos de difusión; 3. Dos nociones de gobernanza de la empresa; 4. Sistemas legales y financieros; 5. Códigos de buenas prácticas de gobierno; 6. Función del código de conducta en las empresas; 7. Gatekeepers y organizaciones de evaluación; 8. Papel de los inversores institucionales; 9. Perspectiva de stakeholders y valor para los propietarios como objetivo de la empresa; 10. Reputación, gobernabilidad y administración de riesgo; 11. Gobernanza y valor de la empresa; 12. Efecto de las formas y mecanismos de gobernanza: tipos de estudios empíricos; 13. Efecto de responsabilidad social en el desempeño financiero; 14. Gobernanza en las empresas de menor tamaño; 15. Gobernanza empresaria: evaluar, comunicar y enseñar.

Para comentarios: rfornero@fcemail.uncu.edu.ar

1. Énfasis actual en las manifestaciones de ‘buenas prácticas’ de la empresa

En el informe de The Global Compact (Pacto Global) de 2004, *Who Cares Wins: Connecting Financial Markets to a Changing World*, se señala:

“En un mundo cada vez más globalizado, interconectado y competitivo el modo en que se manejan los temas ambientales, sociales y de gobernanza es parte de la capacidad gerencial general de las empresas que se requiere para competir exitosamente.

“Las empresas que se desempeñan mejor con respecto a esos temas pueden aumentar el valor para los accionistas mediante, por ejemplo, un manejo adecuado de los riesgos, la anticipación de acciones regulatorias, o el acceso a nuevos mercados, contribuyendo al mismo tiempo con el desarrollo sustentable de las sociedades en que operan.

“Además, esos temas pueden tener un fuerte impacto en la reputación y las marcas, que son una parte cada vez más importante del valor de la empresa.”

Así se evocan algunos de los hechos que pueden tener un efecto en el valor de una empresa: la dinámica competitiva y los vínculos entre los participantes, el papel del Estado en la internacionalización de las relaciones de negocios, la importancia del ‘capital humano’, el efecto de la borrosidad de los ‘límites de la empresa’, la amplitud y diversidad de los mercados e instrumentos financieros (para financiamiento y para administración de riesgo), los cambios en la perspectiva social de las cuestiones ambientales, la sostenibilidad económica y la calidad de vida.

Tales hechos han puesto en un plano bastante iluminado dos aspectos que están muy relacionados: 1) las características de la gobernanza de la empresa (*corporate governance*, CG), y 2) las actividades que manifiestan la responsabilidad social empresarial (RSE, *corporate social responsibility*, CSR).¹

Para la perspectiva financiera de la empresa una pregunta importante es la que interroga por el efecto que tiene en el valor para los propietarios (accionistas) la comunicación de las prácticas en ambos aspectos.

La complejidad del objeto no permite tener una respuesta a esa pregunta que sea razonablemente unívoca. Es bastante claro que la gobernabilidad es una condición para la supervivencia y la prosperidad de la empresa. Pero no hay una teoría de aceptación generalizada con la cual se pueda analizar el impacto de los hechos y las decisiones en la gobernabilidad. Aprenda (2003) comenta que la gobernanza, más que una disciplina desarrollada es “un ámbito de aprendizaje y práctica” que permite paulatinamente identificar principios, diseñar procedimientos y reunir evidencia empírica.

Lo que se tiene, entonces, son conjuntos de enunciados acerca de posibles buenas prácticas que pueden tener un efecto positivo en el valor de la empresa, o bien que pueden no tener ningún efecto, o tener un efecto negativo.

Los abundantes estudios empíricos enfocan dimensiones muy variadas de esas prácticas de gobernanza, y por eso están afectados por la diversidad de las manifestaciones, el tipo de indicadores que se utiliza y la falta de un marco teórico. Los resultados que se informan son oscilantes en cuanto al signo y la magnitud de los efectos en el valor de la empresa.

Pese (o tal vez debido) a eso está cada vez más asentada la noción de que introducir las buenas prácticas enunciadas para el manejo de la empresa es positivo en la relación con los públicos interesados.

De tal modo, el título ‘*El valor de parecer bueno*’ no es una declaración de escepticismo acerca del significado económico de las prácticas empresarias de gobernanza, sino que señala esa tendencia actual.

Tal tendencia implica que no sólo hay que realizar un manejo adecuado de los negocios, que es lo que desde hace mucho se conoce como ‘la conducta que caracteriza a un prudente hombre de negocios’. Cada vez es más necesario hacer manifestaciones explícitas en ese sentido, para que los diferentes ‘públicos’ (clientes, proveedores, financiadores, empresas asociadas, personal, reguladores, comunidad próxima y no tan próxima, ONGs, medios de comunicación) consideren que realmente en la empresa se aplican prácticas prudentes y responsables.

Los aspectos tradicionales de la comunicación de la empresa acerca de su desempeño se referían a las ventas, las inversiones, las ganancias, las perspectivas de crecimiento. Desde hace bastante también forman parte de la comunicación las declaraciones de políticas de calidad, de relaciones con clientes, de personal.

Más recientemente se comienza a considerar que para una comunicación efectiva acerca de las cualidades de la empresa es importante:

- ♦ Estipular un código de conducta (que se refiere tanto a las pautas a que se atiene la empresa en su modo de hacer negocios, como a los requisitos acerca de sus asociados y proveedores, y a algunos aspectos clave de comportamiento de los miembros en el desarrollo de los negocios);
- ♦ Mostrar que la empresa se sujeta a una estructura y una normativa interna en aspectos que pueden ser indicadores de un ‘buen gobierno’;

¹ En 2006 Institutional Shareholder Services (ISS) difunde un estudio realizado con 300 inversores institucionales de 18 países acerca de su perspectiva y preocupaciones acerca de los aspectos de gobernanza empresarial: *Corporate Governance: From Compliance Obligation to Business Imperative*. El título indica la tendencia en estos temas: la atención a los efectos de los mecanismos de gobernanza es vista cada vez más como un imperativo de los negocios, y no sólo como la obligación del cumplimiento de ciertas leyes y regulaciones societarias y financieras.

- ♦ Destacar las facetas de las actividades que denotan preocupación por el medio social y ambiental pertinente.

Estos son aspectos indicativos de la ‘governabilidad’ de la empresa: de su sustentabilidad como organización y de su capacidad para mantener la posición competitiva y generar un flujo sostenido de ganancias (lo que equivale a aprovechar las oportunidades y atenuar los riesgos).

¿De qué depende el efecto que las ‘buenas prácticas de gobierno’ producen en el valor de la empresa? Los factores de valor de la empresa son todos los relacionados con la generación del excedente y su distribución:

- 1) La forma jurídica y el control de la empresa², dentro del sistema legal y financiero pertinente.
- 2) El financiamiento de los recursos que pueden adquirirse y la movilización de recursos que realizan los participantes no financieros (principalmente capital humano). Lo cual está vinculado a las formas (estipuladas y efectivamente operantes) de distribución del excedente.
- 3) Los procesos de adopción de las decisiones de asignación de recursos de la empresa, que afectan también el desarrollo de la capacidad para explotar las oportunidades de negocios.
- 4) La administración de riesgo: la distribución de riesgo entre los participantes de la empresa y en los mercados. Su manifestación son las formas en que a) se realiza la transferencia financiera de riesgos (coberturas y asignación según instrumentos de financiamiento), y b) se maneja el impacto de los riesgos que no se transfieren.³

Estos factores denotan el funcionamiento completo de la empresa e influyen en la formación de su capital financiero, organizacional y reputacional (cuadro 1). Hay varios enfoques para evaluar cuáles pueden ser las mejores formas de configurar los recursos y los compromisos⁴, si bien ninguno de ellos proporciona hasta ahora una respuesta razonablemente integrada.

El análisis del efecto que tienen las buenas prácticas de gobierno en el valor de la empresa no se refiere a relaciones estrictas de optimización, sino a algunas manifestaciones que se consideran ligadas a efectos positivos y negativos. La pregunta es ¿cómo se relacionan los indicadores de buenas prácticas con la inferencia de desempeño futuro y, por ende, con el valor que se reconoce a la empresa?

Al hablar del efecto en el valor de la empresa se hace referencia a dos materializaciones del valor: 1) en las operaciones relacionadas con el capital (transacciones de financiamiento externo y transacciones del control de la empresa, estas últimas conocidas en forma genérica como fu-

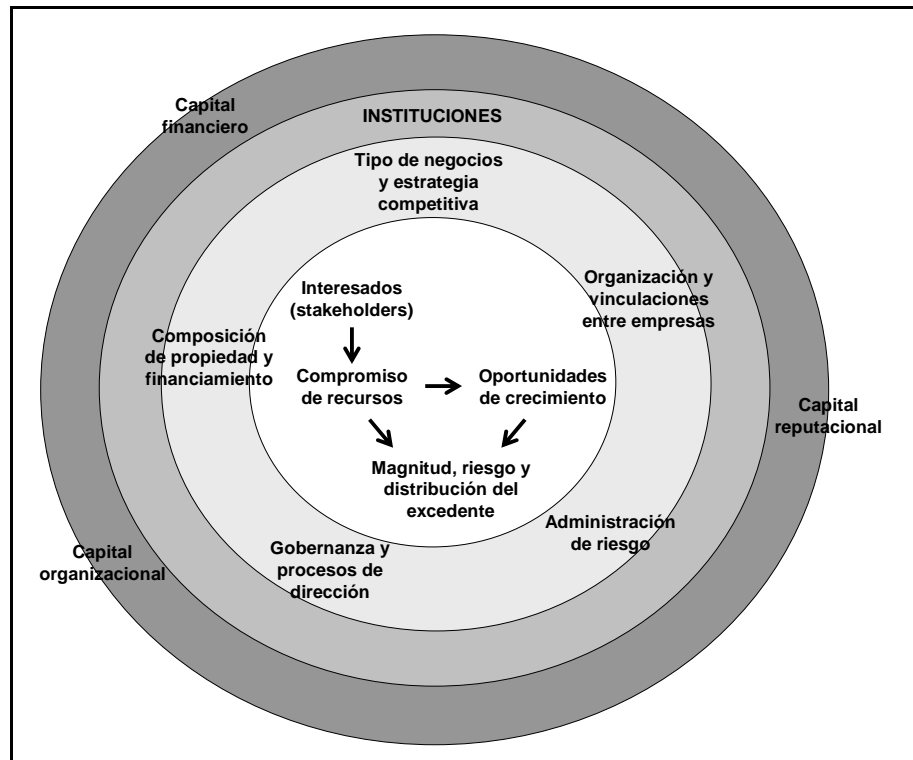
² Esto evoca la discusión referida a cuál es el interés que debería prevalecer (el ‘objetivo’ final de la empresa). Quien controla procura capturar una mayor porción del excedente de la empresa, ya que al controlar las decisiones de la empresa se asegura tener más opciones valiosas cuya concreción no requiere la colaboración de los otros participantes. La respuesta debería centrarse en la especificidad y flexibilidad de las inversiones (en recursos tangibles y no tangibles) que realizan los participantes, y por eso el grado de protección que se requiere para que efectivamente se realicen las inversiones y la empresa pueda concretar el potencial de los negocios.

³ Este último aspecto está relacionado con la sensibilidad de los participantes (empleados, clientes, proveedores, financiadores) a las características de las actividades de la empresa, y la evolución de los requerimientos de la comunidad próxima y de las regulaciones. El modo de administrar estas percepciones se manifiesta en la consideración de las facetas sociales y ambientales de las actividades.

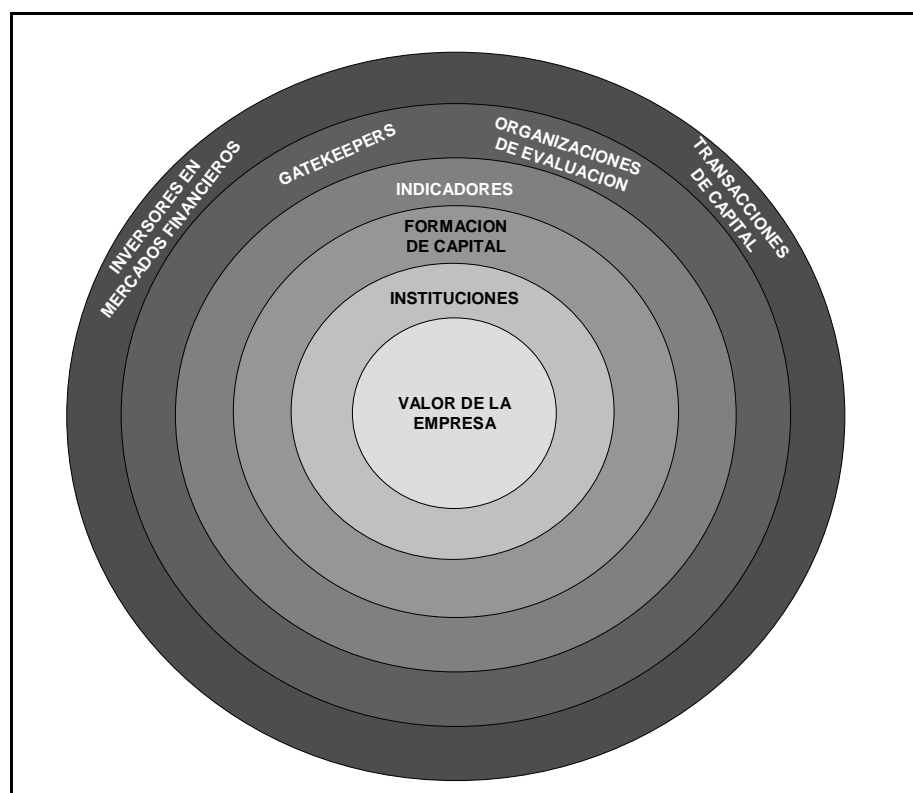
⁴ Estos enfoques (o ‘teorías de la empresa’) consideran que una empresa puede verse como un conjunto de contratos explícitos, o bien como un conjunto de contratos explícitos e implícitos (el enfoque de ‘contratos incompletos’), o bien como una configuración específica de los derechos de propiedad de los activos, o bien como un ramillete de opciones de crecimiento. Un resumen de sus características y algunas consecuencias puede verse en Zingales (2000).

siones y adquisiciones, M&A) y, 2) cuando las acciones tienen cotización en el mercado financiero, en las transacciones que realizan los inversores en ese mercado.

Cuadro 1
Elementos del valor
de la empresa



Cuadro 2
Reconocimiento del
valor de la empresa



Estos son los dos ámbitos en los que se suele estudiar el impacto de la gobernanza en el valor de la empresa: la conveniencia para el inversor en el mercado financiero, y las consecuencias en las transacciones de capital.

La respuesta a esa pregunta implica considerar las principales ‘capas’ que se superponen en el reconocimiento del valor por las actividades de la empresa (cuadro 2). Cada una de éstas incorpora criterios, normas y participantes en el proceso.

En este ensayo se comentan de modo sucinto algunas conclusiones acerca de estos aspectos y el alcance de lo que puede decirse actualmente acerca de la relación entre las buenas prácticas de gobierno y el valor de la empresa.

Eso que puede decirse no se refiere a lo que las empresas hacen, sino a los indicadores de mecanismos y prácticas de gobernanza, y de conformidad con las prioridades sociales predominantes (ambientales y sociales). Indicadores de gobernanza, sociales y ambientales que, junto con los financieros, se interpretan en su relación con el nivel de eficiencia y efectividad de la empresa.

Según sea la medida relevante para los interesados, esa percepción influye en la generación y la distribución del excedente y en el riesgo de la empresa. Esta base da el límite para explotar el potencial de crecimiento, vía las opciones de negocios y de financiamiento.

Algunas precauciones. Como en todo lo relacionado con ‘buenas prácticas’ de dirección de empresas la perspectiva financiera no consiste en decir qué actividades deben hacerse, sino cómo se produce el efecto de las prácticas en el valor.

Sin embargo, la variedad de elementos que pueden relacionarse con la gobernabilidad de la empresa y, por ende, con su valor, produce diversos efectos altamente dependientes de la forma en que evolucionan las instituciones en cada contexto. Por eso los estudios acerca del impacto de las buenas prácticas en el valor no son concluyentes, y en la perspectiva financiera aún no se identifican mecanismos generales. Los ciclos de adopción y de regulación (a nivel empresarial y supraempresario) van alterando el panorama, y los estudios empíricos tienen importantes limitaciones por la variedad de características que deben controlarse.

Existe evidencia de que es conveniente superar, al menos en algunos aspectos, el ‘mínimo legal’ dado por las regulaciones y las normas sociales. Pero no es clara la relación con el valor que puede tener el ‘máximo deseable’ expresado en declaraciones y exhortaciones.

En buena parte de los enunciados subyace una postura específica acerca de los enfoques de accionistas y de interesados (*stockholders* y *stakeholders*). En este ensayo los comentarios se realizan con el soporte de una interpretación instrumental (ni normativa ni social) del enfoque de interesados. Se reconoce como predominante la faceta estratégica de los comportamientos, por la cual se considera a los demás como medios para alcanzar los propios fines.

Esta característica de la acción humana está presente en las interacciones interesadas. No sólo en el manejo de empresas sino en muchas actividades individuales, en ámbitos sociales tales como los del espectáculo, el deporte, la política, la guerra, y también en los ámbitos de interacción formados por quienes abogan por una mayor sensibilidad social de todos.

Posiblemente sea la característica que hace tan complicada la convivencia en sociedad. Pero la generalidad de tales interacciones lleva a considerar como un poco extraños los enfoques que reclaman una ‘sinceridad comprensiva’ como lo que sería más deseable en el funcionamiento de las empresas.

Contenido. El amplio abanico de aspectos que se relacionan con los enunciados y las prácticas de gobernanza se resume en los puntos 2 a 10. En el punto 2 se comentan algunas interpretaciones posibles de la atención actual enfocada a las ‘buenas prácticas’, y en el punto 3 se enuncian las nociones restringida y amplia con las que suele plantearse la gobernanza.

A partir del punto 4 se resumen algunos elementos referidos a los principales aspectos institucionales esquematizados en la figura del cuadro 2: las instituciones de los sistemas legales y las normas sociales (punto 4), los códigos de gobierno de las empresas (punto 5), los códigos de conducta (punto 6), el papel de los cuidadores (*gatekeepers*) y las organizaciones de evaluación

que existen (punto 7). En el punto 8 se comentan algunos aspectos destacables relacionados con los inversores institucionales.

El enfoque de interesados (*stakeholders theory*) subyace en la interpretación de los efectos de la gobernanza, y también en muchos enunciados que se hacen dentro del campo conexo de la ‘responsabilidad social empresaria’. Con una frecuencia mayor que lo sería deseable esto lleva a especificaciones de objetivos finales de la empresa diferentes al del interés de los accionistas. En el punto 9 se comentan las relaciones entre ambos fundamentos.

En el punto 10 se revisan los elementos relacionados con el efecto que tiene la reputación empresaria en el valor. Y en el punto 11 se resumen los aspectos que potencialmente pueden tener un efecto en el valor de la empresa.

Los estudios empíricos acerca de este efecto son numerosos pero sus resultados pueden ser metodológicamente frágiles; en el punto 12 se consideran los tres tipos de estudios, y se comentan algunas conclusiones.

La relación entre el denominado ‘desempeño social’ (consideración de aspectos sociales y ambientales en la empresa) y el desempeño financiero ha sido objeto de numerosos estudios, también con amplia dispersión de resultados. No es la finalidad de este ensayo entrar con mucho detalle en este aspecto, que se reseña brevemente en el punto 13.

En el punto 14 se recogen algunos comentarios de la posible aplicación de las recomendaciones de gobernanza en las empresas de menor tamaño. El punto 15 resume la perspectiva fáctica, de evaluación y de práctica con que se han presentado estos temas.

2. Las buenas prácticas: Formalización y mecanismos de difusión

Los actores en el proceso de perfilado de las buenas prácticas de gobernanza. Puede ser importante considerar una interpretación de la dinámica en este énfasis creciente en las buenas prácticas de la empresa. Proceso en el que se ha ido generando una gran cantidad de actividades que giran en torno a la identificación, desarrollo e implementación de lo que se considerarían buenas prácticas.

En primer lugar, las actividades de las organizaciones que generan normas y ‘estandarizaciones’ de buenas prácticas, las actividades de consultoría y servicios de comunicación empresarial relacionados, las de los fondos de inversión y analistas, las de implementación, capacitación, auditoría y certificación, y las de evaluación y calificación de la calidad de la gobernanza y de la responsabilidad social de las empresas.

También se generan, en forma conexas, actividades que van construyendo la noción de que tales prácticas tienen efectos positivos en alguna dimensión del valor de la empresa. Esto involucra a investigadores académicos y profesores, a organizaciones que se dedican a esos temas, y a las publicaciones relacionadas.⁵

Estas actividades intelectuales van perfilando el fundamento argumental de que ‘no sólo hay que actuar de modo correcto porque está bien, sino que además ser bueno es conveniente económicamente’; así, se procura mostrar que hay una relación positiva entre las buenas prácticas y el desempeño financiero de la empresa. Con esto se abona la idea del ‘deber que es también conveniente’, o sea, una versión en lenguaje ético de las situaciones win-win como doctrina actual del deber indoloro.

Y, finalmente, también hay actividades que se van desarrollando en relación con los temas a los que se refieren las buenas prácticas. Son las actividades de las reparticiones de organismos públicos dedicadas al tema, de las organizaciones no gubernamentales que canalizan ciertas ac-

⁵ Gond (2006) se refiere a esto en su análisis de la ‘construcción de la relación (positiva) entre el desempeño social empresarial y el desempeño en los mercados financieros’ (*corporate social performance, corporate financial performance*).

tividades de las empresas, de otras ONG que buscan aumentar la sensibilidad social frente a determinados aspectos, etc.

En resumen, hay una cantidad creciente de individuos para los cuales los tópicos de gobernanza y responsabilidad social empresarial son su *modus vivendi*. La relación entre las actividades de todos estos actores y el énfasis cada vez mayor en la importancia de las prácticas empresariales no es de causalidad simple, sino que resulta de una dinámica social cuya interacción se desarrolla en forma de espiral.⁶

Considerando este proceso que lleva a un creciente énfasis en las manifestaciones comunicables de gobernabilidad potencial cabe preguntarse ¿la atención creciente a esos aspectos se origina en que son muy importantes para el valor de la empresa? ¿o bien parecen muy importantes por la atención que se les brinda, la que se origina en motivaciones propias de los distintos actores?

Mecanismos de la difusión de prácticas de administración. Hay tres ‘fuerzas’ de cambio institucional que tienden al isomorfismo de las organizaciones, esto es, tres mecanismos por los que las organizaciones se hacen similares en un sector o en distintos países (DiMaggio y Powell, 1983):

- 1) Un mecanismo coercitivo, los isomorfismos obligados, que normalmente se basan en presiones externas, tales como la legislación.
- 2) Los procesos de mimetismo, que producen la adopción y la difusión de las mejores prácticas en un campo.
- 3) Las presiones normativas (en el sentido de ‘lo que es aceptable o aprobado’): la creciente profesionalización de los administradores lleva a la difusión de prácticas cada vez más uniformes.

Estos tres mecanismos “operan a través de las ‘organizaciones influyentes’ (por lo general, organizaciones grandes y/o exitosas) o por las profesiones que impulsan la difusión de esos conocimientos organizativos. A su vez, en las redes de organizaciones se produce la difusión por contacto (de los adoptadores con los no adoptadores).” (Guler, Guillen y Macpherson, 2002)⁷

⁶ Roberts (2001) utiliza nociones de Lacan y Foucault acerca de la preocupación por la percepción del yo (por sí mismo y por otros) para interpretar la difusión actual de planteos éticos y de buen comportamiento en las empresas. Considera que la ‘ética de Narciso’, el deseo de ser visto como ético, más que una preocupación por los otros, tiene su manifestación en el deseo de ser visto como siguiendo una ‘conducta responsable’. “En muchos casos las preocupaciones éticas están acotadas por intereses financieros éticamente indiferentes. Pero en años recientes éstos han sido también unidos a la demanda de responsabilidad ambiental, social y ética de la empresa.” Por eso, en la difusión de tales preocupaciones existe una realimentación, conducida por la preocupación narcisista de la autopercepción y de la percepción social. Así han aparecido “nuevas formas de visibilidad (ambiental, social, ética) como un suplemento de la visibilidad financiera”.

Adam Smith, en la Teoría de los sentimientos morales, señalaba: “Deseamos ser respetables y ser respetados. Tememos ser despreciables y ser despreciados.” (We desire both to be respectable and to be respected. We dread both to be contemptible and to be condemned.) Su observación, sin embargo, le mostraba que sólo algunos hombres eran realmente admiradores de la sabiduría y la virtud, y que la gran muchedumbre humana (*the great mob of mankind*) tendía a admirar la riqueza y el éxito.

Reuniendo ambas reflexiones, podría interpretarse lo que señala Roberts como que la preocupación por la percepción del yo implica que lo más difundido es la admiración por la virtud que se declara, mientras no haya disonancias que no puedan racionalizarse.

⁷ Guler, Guillen y Macpherson (2002) estudian la difusión global de ISO 9000 para determinar el impacto de cada uno de los tres mecanismos en la expansión internacional de esas herramientas y la consiguiente convergencia de las prácticas. Consideran la presencia de organizaciones coercitivas (el Estado y las empresas multinacionales), el nivel de profesionalización en cada país, la relación con un país focal (en términos de comercio), y el grado en que ese país tiene pautas de comercio por categoría de producto.

Las crecientes regulaciones de los Estados también presionan para la adopción de reglas institucionalizadas y legitimadas (Meyer y Rowan, 1977). La investigación muestra que esto es un aspecto clave en la difusión de nuevas prácticas tomadas de otros países (Guillen, 1994).⁸

Uno de los canales de difusión coercitiva es la dependencia de recursos: las organizaciones dependientes probablemente adopten pautas de comportamiento aceptables para las organizaciones que controlan recursos críticos.

El grado de cohesión en las redes de organizaciones afecta el nivel de isomorfismo. El isomorfismo institucional normativo sigue una lógica de conveniencia (los cambios en las prácticas que son efectivos y aceptables en el sistema social).

Además, la teoría institucional establece que la difusión de normas tiende a involucrar a actores que se perciben como pares (por similitud de tamaño, antigüedad, pertenencia al mismo sector o a la misma región). Cabe destacar que se observa que el mimetismo es mayor en condiciones de incertidumbre acerca de los efectos positivos del cambio de una práctica (cuando la innovación no es bien comprendida, y los efectos beneficiosos de su adopción no son claros). (DiMaggio y Powell, 1983)

Los temas de gobernanza, como prácticas de las empresas, responden a estos factores de difusión. La creciente atención que vienen recibiendo desde hace un tiempo puede atribuirse al impacto, con distinta fuerza según el caso, de cada mecanismo. Se produce una cierta convergencia en las regulaciones, las declaraciones y las opiniones de estos temas, que reflejan la presión para la adecuación a la competencia en un ambiente empresarial global y a las características actuales de los mercados de capital.⁹

“Estudios recientes muestran cómo los directivos procuran mostrarse a sí mismos (sea por convencimiento o ritualísticamente) actuando de conformidad con las demandas que perciben de sus evaluadores en los mercados de capital”. “Estos aspectos sociológicos de la gobernanza se refieren a las relaciones entre desempeño y retórica en el contexto de los mercados financieros.” (Davis, 2005) Conformidad que abarca los cambios en las prácticas de compensación (que se racionalizan en términos del alineamiento con los intereses de los accionistas), en las políticas de formación de carteras de negocios acordes con los formatos preferidos por los analistas financieros, en los anuncios de recompra de acciones, en la reputación (principalmente por sus conexiones) de los miembros del directorio, en la búsqueda de inversores con reputación para la participación en la empresa, en la contratación de servicios de auditores y bancos de inversión prestigiosos.

La protección mediante la reputación y la dependencia de recursos son elementos que impulsan el énfasis en las declaraciones de adopción de lo que se consideran ‘buenas prácticas’ de gobierno (como señal de gobernabilidad de la empresa).

No es un detalle menor el papel del mimetismo, si se tiene en cuenta que los efectos de esa adopción son bastante inciertos. Primero, por la multiplicidad de actores y la evolución de las condiciones sociales y económicas; y, segundo, porque los efectos podrían manifestarse en plazos largos y por vías diversas. En estas condiciones, comenzar ‘pareciendo’ puede ser una postura bastante razonable.

⁸ Un estudio de Judge, Douglas y Kutan (2006) estudia la legitimación de la gobernanza en 51 países, en el período 1996-2005, en relación con los tres mecanismos de isomorfismo. La legitimación es una condición que refleja un alineamiento cultural, o un apoyo normativo, o la consonancia con reglas o leyes relevantes. A nivel de país (utilizando diversos indicadores de competitividad y estructura social) observan que los mecanismos coercitivo y mimético están relacionados positivamente con la legitimación de la gobernanza, mientras que hay presiones normativas (básicamente tensiones religiosas) que se relacionan negativamente con la legitimación percibida.

⁹ “Dos procesos paralelos han aumentado la necesidad percibida de mecanismos más efectivos de seguimiento y esquemas adecuados de incentivos para mejorar los sistemas de gobernanza empresarial: la globalización (en especial la liberalización e internacionalización de las economías, los desarrollos en telecomunicaciones, y la integración de los mercados de capital) y las transformaciones en la estructura de propiedad de las empresas (debido al crecimiento de los inversores institucionales, la privatización, y el creciente activismo de los accionistas).” (Aguilera y Cuervo-Cazurra, 2004)

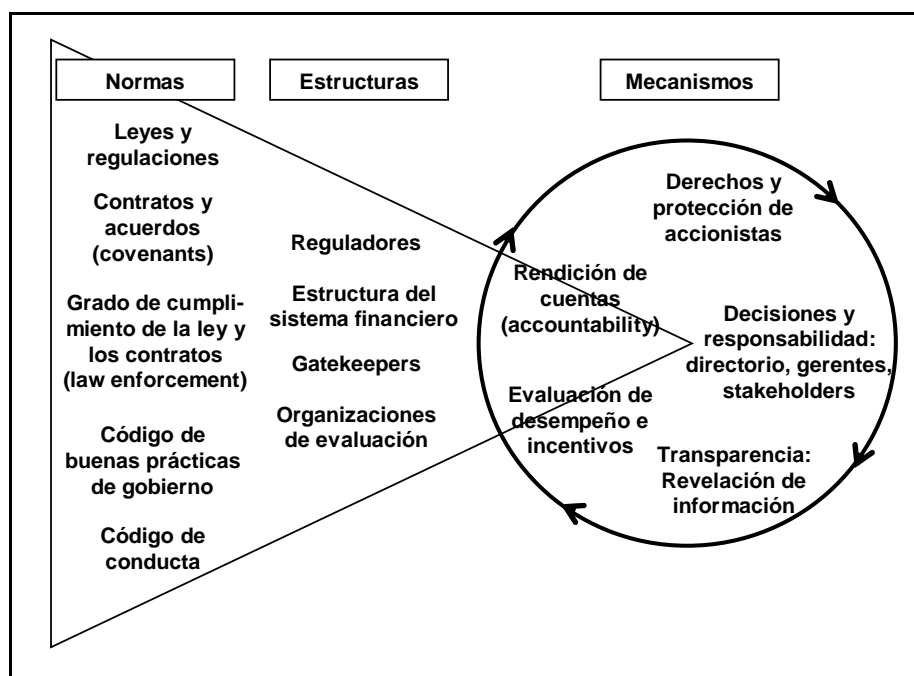
3. Dos nociones de gobernanza de la empresa

Una noción de gobernanza relativamente restringida está centrada en los accionistas. Se suele decir que los financiadores (accionistas mayoritarios o dispersos, familias, el Estado) necesitan a personas que lleven adelante las empresas que ellos financian, por una cuestión de especialidad o de preferencia. Como los intereses de financiadores y administradores pueden no coincidir existen variados mecanismos de gobernanza.

Entonces, la gobernanza empresaria se relaciona con los modos en que los financiadores se aseguran de obtener un rendimiento para su inversión (Shleifer y Vishny, 1997). ¿Cómo controlan los financiadores a los directivos? ¿Cómo se previenen de que el capital no se destina a proyectos malos? ¿Cómo se consigue que los directivos distribuyan las ganancias de la empresa?

La forma de gobernanza resulta de un conjunto normativo (leyes, regulaciones, contratos, código de conducta y de buenas prácticas de gobierno de la empresa), normas que son impuestas a la empresa o que son acordadas o autoasumidas (cuadro 3).

Cuadro 3
Dimensiones de la gobernanza empresaria



Esto refleja un conjunto de instituciones y organizaciones que influyen en las relaciones entre los interesados en la empresa (los ‘stakeholders’: accionistas, prestamistas, directivos, empleados, proveedores, clientes, comunidad próxima).

Al introducir explícitamente las relaciones con los interesados se plantea una noción más amplia de gobernanza, considerando que comprende todos los procesos por los cuales se dirige y controla una empresa, y que afectan la asignación de recursos y la distribución del ingreso. Lo cual incluye los mecanismos de seguimiento (monitoreo) y los mecanismos para el alineamiento de intereses de los individuos.

Una definición de gobernanza de la empresa, en este sentido, es: “un sistema interno que circunda las políticas, los procesos y las personas, el cual sirve a las necesidades de los accionistas y de los otros interesados (stakeholders) y con el que se orientan y controlan las actividades de la dirección para que se realicen con inteligencia, objetividad e integridad” (O’Donovan, 2003).¹⁰

¹⁰ Lazonick y O’Sullivan (2000) estudian los aspectos directivos y estratégicos de la gobernanza a partir de la premisa de que “un sistema de gobernanza empresaria determina quién toma las decisiones de inversión en la empresa,

En *OECD Principles of Corporate Governance* (2004) se señala que la gobernanza empresarial se refiere a las relaciones entre la dirección de una empresa y sus accionistas y los otros interesados. Es el sistema por el cual las empresas son dirigidas y controladas. La estructura de gobernanza especifica la distribución de derechos y responsabilidades entre los diferentes participantes de la empresa, tales como el directorio, los gerentes, los accionistas y otros interesados, y estipula las reglas y los procedimientos para tomar decisiones acerca de los asuntos empresarios. Para esto, también proporciona la estructura mediante la cual se establecen los objetivos de la empresa, y los medios para alcanzarlos y realizar el seguimiento del desempeño.

En su guía para analistas financieros referida a la evaluación de la gobernanza Page (2005) resume esto enunciando: “La gobernanza de la empresa consiste en los marcos legal, contractual e implícito que define el ejercicio del poder dentro de una empresa, que influye en la toma de decisiones, que permite a los interesados asumir sus responsabilidades, y que asegura que sus derechos serán respetados.”

Un sistema de gobernanza con estas características incluye los mecanismos para establecer objetivos, comprometer recursos, resolver conflictos e inducir comportamientos.

¿Cuál es la función económica de un sistema de gobernanza? Zingales (1998) considera que “la esencia de la gobernanza es la negociación ex post de las rentas”: “es el complejo conjunto de restricciones que dan forma a la negociación ex post de las rentas generadas por la empresa”. “Todos los mecanismos de gobernanza pueden interpretarse de este modo: la asignación de propiedad, la estructura de capital, los esquemas de incentivos gerenciales, las tomas de control, los directorios, la presión de los inversores institucionales, la competencia en los mercados de productos y de trabajo, la estructura organizacional, etc.”

Entonces, “los objetivos de un sistema de gobernanza empresarial deberían ser: 1) maximizar los incentivos para realizar inversiones que aumenten el valor, mientras se minimiza la búsqueda ineficiente de poder; 2) minimizar la ineficiencia en la negociación ex post; 3) minimizar cualquier riesgo de ‘governabilidad’ y asignar el riesgo residual a las partes con la menor aversión al riesgo.”

El concepto más amplio de gobernanza coincide con muchos aspectos que se consideran parte de la responsabilidad social empresarial: abarca a todos los stakeholders, y se relaciona con el modo (las formas de actividad) en que una empresa obtiene ganancias. Por eso en el cuadro 1 se considera el código de conducta en el espacio normativo de la gobernanza.

En resumen, la calidad de la gobernanza está determinada por

- ♦ las leyes y regulaciones a que está sujeta la empresa
- ♦ los procesos con los que se implementan esas normas, y
- ♦ el grado en que las personas siguen esos procesos en las actividades que realizan.

Los cambios en la gobernanza de una empresa se originan en una combinación de:

- ♦ Autorregulación considerando los estándares del sector
- ♦ Códigos de mejores prácticas
- ♦ El denominado ‘sistema de publicidad’ (*publicity system*), que implica la ampliación del rango de la información acerca de las actividades y los resultados¹¹
- ♦ Recomendaciones normativas

qué tipos de inversiones se realizan, y cómo se distribuyen los rendimientos de las inversiones”. Con esto señalan la importancia de contrapesar el énfasis que se suele poner en los temas de las instituciones que surgen para atenuar el efecto de la separación de propiedad y control, reconociendo también la faz de asignación de recursos y el papel de la gobernanza en el desarrollo de las organizaciones innovadoras.

¹¹ El énfasis que los enunciados de buenas prácticas de gobernanza ponen en la transparencia (información de actividades y resultados) no debería hacer olvidar de que ésta tiene costos y beneficios. Hermalin y Weisbach (2007) plantean un modelo que muestra ambas facetas. Señalan que las reformas de gobernanza que buscan aumentar la transparencia pueden disminuir las ganancias, elevar la compensación de los ejecutivos y aumentar la tasa de rotación del directivo máximo (*CEO turnover*). Y que esto se así aunque no existan efectos perjudiciales por revelar información al público (y, por esto, a los reguladores y competidores).

- ♦ Legislación o disposiciones de regulación
- ♦ Grupos de pares para el aprendizaje de la implementación de los temas de gobernanza
- ♦ Adopción del criterio ‘cumple o explica’ (*comply or explain*)¹²

En los puntos siguientes se consideran algunos aspectos relacionados con los principales componentes: el sistema legal, los códigos de buenas prácticas de gobierno, los códigos de conducta y el papel de los participantes de reputación (gatekeepers y organizaciones de evaluación) y de los inversores institucionales.

4. Sistemas legales y financieros

Desde los años 1970 comienzan a considerarse de modo formal en la teoría financiera de la empresa los problemas de agencia, y a explorar sus causas (básicamente, asimetrías de información y contratos incompletos) y sus consecuencias (tipos de financiadores, instituciones y regulaciones, diversidad de instrumentos financieros para atenuar los efectos, etc.).

También se estudian las características económicas de los sistemas financieros (orientados al mercado de acciones y orientados al sistema bancario) y el impacto de los sistemas legales y los procesos judiciales (el grado en que la ley se cumple) en los sistemas e instituciones financieras.

Esto se refleja en los estudios acerca del impacto que tienen los sistemas legales en el desarrollo financiero y el financiamiento de la empresa. Básicamente, cómo influyen los sistemas financieros en el crecimiento¹³, y cómo los sistemas legales influyen en la estructura de los sistemas financieros (con predominio del mercado de capital o con predominio de bancos, *market oriented* o *bank oriented*). Desde fines de los años 1990, a partir de los estudios de La Porta, Lopez de Silanes, Shleifer y Vishny, se revitaliza el campo de la economía comparativa, considerando que son los sistemas legales la causa de las diferencias observables en los sistemas financieros.

Específicamente La Porta *et al* cambian el modo de considerar la relación entre el sistema legal y el financiamiento: no es que las regulaciones se utilicen para proteger a los inversores minoritarios en los sistemas en que hay dispersión de la propiedad (tal como era la premisa conceptual hasta ese momento), sino que esta dispersión es un producto de la existencia de una específica estructura legal. Esto tiene muchas consecuencias al analizar los efectos del entorno legal en el financiamiento, la gobernanza y el valor de la empresa.

A partir de eso se estudian de modo sistemático los efectos de los sistemas legales típicos (basados en los precedentes de aplicaciones, *common law*, y basados en código, *civil law*) y sus variantes. Para esto se analiza no sólo el grado de protección de los inversores minoritarios, y su consecuencia en el tipo de financiamiento y la concentración de la propiedad, sino también el efecto del modo en que se hace cumplir la ley (*law enforcement*, o *verifiability in the courts*, cómo la ley ‘se materializa en las cortes’), y cómo se van ajustando los sistemas a las circunstancias económicas.¹⁴

¹² La noción de ‘cumple o explica’, difundida en años recientes, considera que las empresas deben cumplir algunos lineamientos relativos a su gobernanza, o explicar por qué no lo hacen.

¹³ Rajan y Zingales (1995) realizan un estudio comparativo del financiamiento, considerando el efecto de los sistemas financieros (predominio del mercado de títulos o de bancos). Levine (2004) presenta un resumen de la situación de los estudios referidos al desarrollo del sistema financiero y su relación con el financiamiento de las empresas y el crecimiento de la economía.

¹⁴ Para el estudio comparativo del efecto del sistema legal pueden verse los ensayos de La Porta, Lopez de Silanes, Shleifer y Vishny (1997, 1998, 2000), La Porta, Lopez de Silanes y Shleifer (1999), Beck, Demirgüç-Kunt y Levine (2002, 2003). La Porta, Lopez de Silanes, Pop Eleches y Shleifer (2004) analizan el efecto del cumplimiento de la ley, y Glaeser y Shleifer (2003) y Xu y Pistor (2004) estudian los factores que influyen en la aplicación de la ley por los reguladores en vez de mediante procesos judiciales, y cómo puede producirse una sobrecarga de reguladores.

Con esta perspectiva, los países de common law reconocen una mayor protección a los accionistas minoritarios (modelo ‘anglo-americano’), y en los países con ley codificada (modelo ‘euro-asiático’) la protección es menor. Con la perspectiva del mercado de capital la mayor protección se considera un prerequisite para el desarrollo de un sistema financiero exitoso.

La concentración de la propiedad, entonces, es una consecuencia del entorno institucional¹⁵, y la orientación del sistema financiero, más que relacionarse puramente con el financiamiento, puede verse como un modo de encarar los aspectos de gobernanza de las empresas.¹⁶ La atención hacia los aspectos de gobernanza, creciente desde hace unos años, se relaciona con las transformaciones de los sistemas financieros, en un movimiento hacia una mayor integración, considerando los mecanismos para resolver las cuestiones de información acerca de las empresas y del modo en que toman sus decisiones más importantes.

De ahí también el crecimiento de estudios de las características institucionales en los países. De hecho, los cuatro economistas mencionados (Andrei Shleifer, Rafael La Porta, Florencio López de Silanes y Robert Vishny), que realizaron estudios internacionales de estos temas entre 1998 y 2001, han sido los más citados en la literatura de economía y finanzas en los diez años comprendidos entre 1997 y 2006.

Los dos modelos de gobernanza típicos, que en cierto modo son los extremos de un continuo, tienen las características que se muestran en el cuadro 4. El modelo orientado a los accionistas debe entenderse en el marco de la versión ‘ampliada’ (*enlightened shareholder*) de Michael Jensen, que se comenta en el punto 9.

Cuadro 4 Modelos ‘extremos’ de gobernanza

<i>Característica</i>	<i>Modelo ‘anglo-americano’ orientado a los accionistas (stockholders)</i>	<i>Modelo ‘euro-asiático’ orientado a los interesados (stakeholders)</i>
<i>Financiamiento de la empresa</i>	Basado en capital propio	Basado en deudas
<i>Directorio y CEO</i>	Fuerte influencia de los directores ejecutivos (CEOs) en el directorio de la empresa	Directorio más independiente de los directores ejecutivos (CEOs)
<i>Pago a los directivos</i>	Proporción alta de pagos variables	Retribución principalmente fija
<i>Protección a accionistas minoritarios</i>	Excelentes leyes de protección	Protección relativamente débil
<i>Propiedad de la empresa</i>	Dispersa	Concentrada
<i>Inversores institucionales como accionistas</i>	Participación relativamente tenue	Muy activos
<i>Mercados de acciones</i>	Muy líquidos	Bastante ilíquidos
<i>Mercado de control societario</i>	Muy activos	Poco activos

¹⁵ “Las instituciones son las reglas de juego en una sociedad o, de modo más formal, son las restricciones diseñadas para dar forma a las interacciones humanas. En consecuencia, estructuran los incentivos en los intercambios, sean políticos, sociales o económicos. El cambio institucional da forma al modo en que las sociedades evolucionan en el tiempo.” (North, 1990)

¹⁶ Se solía considerar que la diferencia entre los sistemas financieros con predominio del mercado de capitales (típicamente el Reino Unido, Estados Unidos y Canadá) y con predominio de bancos (Europa continental y Japón) se manifestaba en diferencias en la forma de financiamiento de las empresas (capital propio y deuda, y financiamiento interno o externo). En los años 1990 (ver, por ejemplo, Rajan y Zingales, 1995 y Schmidt y Tyrell, 1995) se observa que no existen prácticamente diferencias entre países en ese aspecto, y que la característica del sistema financiero se relaciona más con procesos de información (monitoreo) y de gobernanza, y de relaciones con los interesados.

Esta caracterización de los extremos es sólo un modo de perfilar los aspectos que reciben (o merecen) atención. Los estudios comparativos de los sistemas legales y la gobernanza empresarial suelen utilizar tipificaciones adicionales (separando, por ejemplo, diferentes sistemas en Europa continental, Japón, y otros grupos de países como los de Asia oriental y América Latina). Tales ‘categorías basadas en geografía’ para el análisis comparativo pueden no capturar diferencias relevantes. Heugens y Otten (2005) procuran determinar empíricamente los tipos de características que pueden considerarse ‘enfoques de gobernanza’ para el análisis de las modalidades que se aplican en diferentes países. Estos resultados se comentan en el punto 5.

Estudios del efecto del control. Los efectos del control, como aspecto importante de las relaciones entre accionistas mayoritarios y minoritarios, son analizados con diversas perspectivas en estudios recientes que se refieren al fenómeno de beneficios privados (*private benefits*, también denominado *self-dealing* o *tunneling*).¹⁷

1) Comparación de la protección legal. En sus ensayos originarios La Porta, Lopez de Silanes, Shleifer y Vishny (1997, 1998) se basan en la protección legal, y construyen un índice de ‘derechos frente al directorio’ (*anti-director rights*), determinando diferencias significativas según la tradición legal del país (países con ley común y con ley civil y, dentro de éstos, considerando la tradición francesa, alemana o escandinava).

Con el mismo enfoque basado en la protección legal y regulatoria, Djankov, La Porta, Lopez de Silanes y Shleifer (2006) amplían el índice para reflejar todos los factores que funcionan como protección frente a transacciones privadas (*self-dealing transactions*). El estudio compara los índices de protección de 72 países, que se elaboraron con base en una encuesta a abogados especialistas que integran la asociación de firmas legales Lex Mundi, con realimentación de las clasificaciones resultantes. Los resultados para cada componente de la protección también muestran diferencias significativas entre países según la tradición legal.¹⁸

2) Comparación de transacciones de control y de precios de acciones. Dyck y Zingales (2004) miden los beneficios privados a partir de transacciones de control en 39 países. Además de considerar efectos económicos y del mercado de capitales incluyen el efecto de instituciones tales como la protección legal y su efectividad, y el efecto de los medios de comunicación¹⁹ y del cumplimiento impositivo.

Nenova (2000) compara los precios de acciones de empresas con dos clases de acciones en 18 países; también determina diferencias significativas según el sistema legal.

El papel de las normas sociales. Sin embargo, existen otras diferencias en el efecto del control que no son totalmente explicadas por el sistema legal. John Coffee (2001), sobre la base de los datos de Nenova (2000), señala que las diferencias en la protección legal de los inversores no

¹⁷ Los denominados ‘beneficios privados del control’ son los que obtienen quienes controlan la empresa, e incluyen las remuneraciones por encima de valores de mercado y otros beneficios para los directores, transacciones no equitativas con la empresa, utilización de las oportunidades de inversión de la empresa para beneficio de algunos accionistas, transacciones con información privada, emisión dirigida de acciones (para generar efectos de dilución), o directamente el robo de activos de la empresa.

¹⁸ Un hecho reciente ha permitido estudiar un ‘experimento natural’ en un mercado de acciones emergente: Bulgaria en 2002 introduce un cambio significativo en las disposiciones legales, limitando la posibilidad de las emisiones de acciones que implican dilución (*dilutive equity offering*) o que se realizan con precios o condiciones disuasorias (*below-market freezeout*). Atanasov, Black, Ciccotello y Gyoshev (2007) informan que los precios de las acciones de empresas con más riesgo de estos hechos tuvieron un aumento significativo. Con esto se puede evaluar que las leyes y regulaciones tienen un efecto significativo en esta característica de gobernanza.

¹⁹ Se han realizado estudios, con evidencia anecdótica y estadística, de la forma en que los medios de comunicación influyen en la gobernanza, y el efecto que tiene la propiedad de los medios (puede verse Djankov, McLeish, Nenova y Shleifer, 2001; Dyck y Zingales, 2002)

permiten explicar las diferencias en esas manifestaciones del control. Introduce de modo explícito las normas sociales, o reglas de conducta, que son restricciones sobre los directivos y los accionistas mayoritarios, normas que operan en mayor o menor medida según el país.²⁰

Coffee muestra que la magnitud de los beneficios privados puede considerarse una consecuencia no sólo del sistema legal sino también de las normas sociales (cuadro 5).

Cuadro 5 Promedio de beneficios privados según familia de sistema legal

<i>Familia legal</i>	<i>Cantidad de empresas en la muestra</i>	<i>Beneficios privados (% promedio del valor de mercado de la empresa)</i>
Países con ley civil escandinava (Dinamarca, Finlandia, Noruega, Suecia)	109	0,5%
Países con ley común (Reino Unido, Estados Unidos, Australia, Canada, Hong Kong, Sudáfrica)	161	4,5%
Países con ley civil alemana (Alemania, Corea del Sur, Suiza)	167	16,2%
Países con ley civil francesa (Francia, Italia, México, Brasil, Chile)	224	25,4%

Fuente: Coffee (2001)

Considerando sólo la protección de los accionistas minoritarios en el sistema legal el orden debería ser otro: en los países con ley común los beneficios privados serían los menores. No es eso lo que se observa, justamente por el efecto de las normas sociales en los países escandinavos.

A su vez, las debilidades del sistema legal (incluyendo el nivel de cumplimiento) son las que impulsan el desarrollo de mecanismos para comunicar la intención de observar los criterios exigidos legalmente o que se aceptan como elementos que contribuyen a la gobernabilidad de la empresa.

El estudio de los efectos de las condiciones institucionales se amplía al analizar las economías en reciente transición institucional (básicamente, los países del este de Europa y los Balcanes, del cercano oriente, Rusia, China y el sudeste asiático).

5. Códigos de buenas prácticas de gobierno

Los códigos de gobernanza son un conjunto de recomendaciones consideradas como las ‘mejores prácticas’ para las relaciones básicas entre los interesados. Principalmente tienden a regular el comportamiento del directorio (concepto restringido de gobernanza): “Han sido diseñados para resolver deficiencias en el sistema de gobernanza empresaria mediante la recomendación de un conjunto comprensivo de normas acerca del rol y la composición del directorio, las relaciones con los accionistas y la dirección de la empresa, la auditoría y la revelación de información, y la selección, la remuneración y el despido de directores y gerentes. Si bien el contenido de los códigos varía un poco entre países, los dos objetivos que cada código establece son el

²⁰ Coffee señala: “Las normas sociales son reglas informales de conducta que restringen la conducta orientada por el interés propio y que no son exigidas por ningún cuerpo legal que pueda imponer sanciones”. Sin embargo, el efecto sancionatorio se produce por la pérdida de reputación. “Pero ¿qué pasa cuando las violaciones de las normas son endémicas? En un mundo así, en el que la regla es el incumplimiento de las normas más que su observancia, el mercado no puede esperar que una empresa cumpla las normas, y el valor que de otro modo tendría la empresa se reduce en la magnitud esperada por el no cumplimiento. Pero aún en ese mundo en que las normas son más nominales que reales, aquellas empresas que dan señales creíbles de su intención de cumplirlas puede ser capaces de aumentar su valor.”

mejoramiento de la calidad de funcionamiento del directorio de la empresa y la rendición de cuentas a los accionistas acerca de la maximización del valor del capital. En última instancia los códigos de buena gobernanza intentan mejorar el conjunto del manejo de la empresa cuando otros mecanismos, tales como las tomas de control y el ambiente legal, no son efectivos para garantizar la adecuada protección de los derechos de los accionistas.” (Aguilera y Cuervo-Cazurra, 2004)

Los aspectos que suelen encontrarse en los códigos de buenas prácticas se refieren a las relaciones con los accionistas (estructura de propiedad y votos, dividendos, cambios de control, protección de accionistas minoritarios, derechos de otros interesados), el directorio (designación, cantidad y tipo de integrantes, tratamiento de los conflictos de intereses, relaciones con gerentes, formas de compensación, tipo de control interno), la selección de auditoría y la transparencia informativa. Por eso también se enuncia lo que se consideran prácticas que ayudan a una mayor eficacia y efectividad de las decisiones de la empresa, tanto en su orientación general (que ayude al planeamiento considerando el ambiente de largo plazo) como en su ejecución, adecuación y seguimiento.²¹

Estos temas, relacionados básicamente con efectos de agencia, han sido analizados desde los años 1980 en diversos estudios. También se han planteado como cambios efectivos en la gobernanza cosas tales como

- ♦ un directorio más pequeño
- ♦ una mayor cantidad de miembros ‘externos’ en el directorio
- ♦ reuniones de directorio más frecuentes
- ♦ sensibilidad más alta de la remuneración de los principales directivos al desempeño (*pay-performance sensitivity*)
- ♦ mayor proporción de propiedad por parte de los directivos y gerentes
- ♦ mayor proporción de la propiedad en inversores institucionales
- ♦ reforzamiento de los derechos de los accionistas
- ♦ mayor comunicación (transparencia) relacionada con el desempeño económico y otras decisiones de la empresa

Difusión de los códigos de buenas prácticas. En los últimos años se observa una gran cantidad de reformas y enunciados de las buenas prácticas de gobernanza en muchos países. Se busca armonizar la forma de gobernanza que predomina en un determinado país con la evolución nacional de las instituciones y con la presión internacional de cambio institucional. Estos códigos suelen ser legitimados por el Estado, los reguladores de oferta pública (Comisión de títulos) o las bolsas de valores, y se aplican a través de leyes societarias o mediante estructuras de cumplimiento privadas.

El primer código se formula en 1992 como orientación para la efectividad de las prácticas en empresas británicas (y es una respuesta a la recesión económica y a la cantidad de quiebras empresarias que se estaban produciendo).²²

Tales ‘reformas’ generalmente se plantean como remiendos y mejoras a la infraestructura institucional existente en un país. Como la gobernanza es un asunto complicado (alguien dice ‘pegajoso’, *sticky*) y que está en funcionamiento, es mucho más fácil hacer correcciones y parches a las instituciones existentes que diseñar otras totalmente nuevas. Es parecido al rediseño institucional en los países ex comunistas, que Elster, Offe y Preuss rotularon en 1998 como ‘reconstruir el barco en el mar’. Por eso los códigos han tenido muchas revisiones (reformas de las

²¹ Un informe de Weil, Gotshal & Manges compara el modo de tratamiento de estos aspectos en los códigos de los países (*International Comparison of Corporate Governance Guidelines and Codes of Best Practices*, 2001)

²² Se suele denominar *Cadbury Report* porque surgió de un Committee on the Financial Aspects of Corporate Governance conducido por Sir Adrian Cadbury.

reformas). Así, en el Reino Unido, se han realizado al menos 13 reformas después de la primera en 1992.

Actualmente son 60 los países en los que se ha estipulado un código de buenas prácticas. En el cuadro 6 se listan los códigos recopilados por European Corporate Governance Institute. Se observa que hasta la crisis del sudeste asiático (en 1997) los códigos eran relativamente pocos; y que el mayor incremento se produce después de los escándalos empresarios en los países desarrollados desde fines de 2001.²³ Esto se muestra en los gráficos de la evolución hasta 2006 (cuadro 7).

Cuadro 6 Código de buenas prácticas de gobernanza
(fecha de la primera enunciación por país)

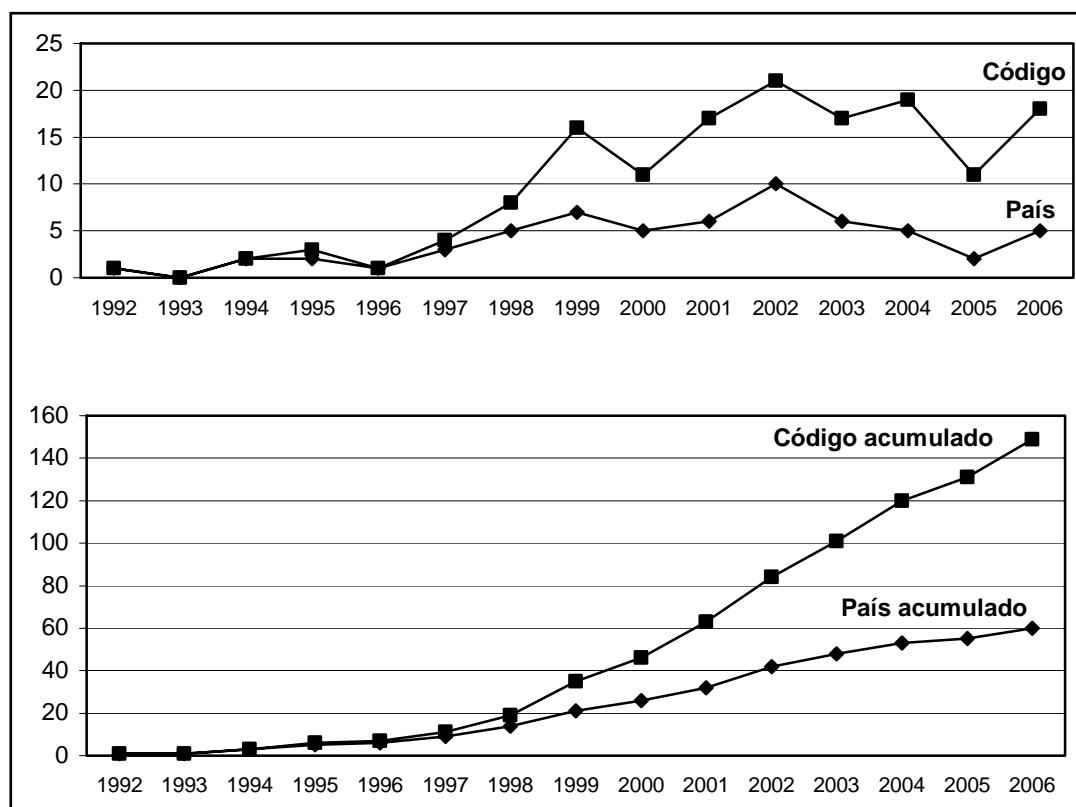
Reino Unido	1992	Alemania	1998	Austria	2002
Canada	1994	Belgica	1998	Chipre	2002
Sudafrica	1994	India	1998	Eslovaquia	2002
Australia	1995	Italia	1998	Hungria	2002
Francia	1995	Tailandia	1998	Kenia	2002
España	1996	Brasil	1999	Pakistan	2002
Estados Unidos	1997	Corea del Sur	1999	Polonia	2002
Japon	1997	Grecia	1999	Rusia	2002
Países Bajos	1997	Hong Kong	1999	Suiza	2002
		Irlanda	1999	Taiwan	2002
		Mexico	1999	Finlandia	2003
		Portugal	1999	Lituania	2003
		Dinamarca	2000	Macedonia	2003
		Filipinas	2000	Nueva Zelanda	2003
		Indonesia	2000	Turquia	2003
		Malasia	2000	Ucrania	2003
		Rumania	2000	Argentina	2004
		China	2001	Bangladesh	2004
		Malta	2001	Eslovenia	2004
		Peru	2001	Islandia	2004
		Republica Checa	2001	Noruega	2004
		Singapur	2001	Jamaica	2005
		Suecia	2001	Letonia	2005
				Estonia	2006
				Libano	2006
				Luxemburgo	2006
				Sri Lanka	2006
				Trinidad Tobago	2006

Fuente: European Corporate Governance Institute (www.ecgi.org)

Aparte de la tendencia a la difusión y homogeneización de las prácticas o, al menos, las declaraciones, los códigos y otras manifestaciones empresariales cumplen una función importante en los países con sistemas legales o instituciones relativamente débiles. “Cuando la ley es débil y las normas sociales acerca de los derechos de los accionistas también están poco desarrolladas

²³ En Argentina el Instituto Argentino del Gobierno de las Organizaciones (IAGO) ha enunciado en 2004 un ‘Código de mejores prácticas de gobierno de las organizaciones para la República Argentina’. Este código se basa en el White Paper sobre gobierno corporativo en América Latina (*White Paper on Corporate Governance in Latin America*), realizado por la OECD (Organization for Economic Cooperation and Development) y la Corporación Financiera Internacional (International Finance Corporation, IFC) (la rama financiera del Banco Mundial) sobre la base de características institucionales y prácticas en Argentina, Brasil, Chile, Colombia, México, Perú y Venezuela.

Cuadro 7 Código de buenas prácticas de gobernanza
(primera formulación y revisiones por año, y acumuladas)



Fuente: European Corporate Governance Institute (www.ecgi.org)

(como parece ser el caso hoy en Rusia y posiblemente en los países con sistema legal civil de origen francés) comienzan a ser críticas las señales creíbles de las intenciones de la empresa (y de sus accionistas mayoritarios). La cuestión que permanece abierta es cuándo una señal como esa es creíble. Obviamente, mientras más forzosa sea, más será un sustituto funcional de las reglas legales. Pero aún las puras promesas no acompañadas de acciones empresarias pueden a veces funcionar si la empresa previamente ha desarrollado un capital reputacional que puede verse comprometido. En este aspecto, tanto las prácticas empresarias como la tarea de valuación pueden ser más complejas y desafiantes en los países en transición que en los de ley común (*common law*), donde la ley y las normas realmente coinciden.” (Coffee, 2001)²⁴

¿Existe una ‘convergencia global’ en los códigos de buenas prácticas? Los códigos tienden a contener recomendaciones similares acerca del directorio, referidas a transparencia, rendición de cuentas, importancia de los directores independientes, y otras. Esto podría entenderse como una convergencia hacia la homogeneidad (la tesis de la globalización).

²⁴ Wymeersch (2006) señala: “En los nuevos miembros de la Unión Europea se presta considerable atención al tema de la gobernanza empresarial, y la mayoría ha elaborado códigos. La explicación pueden encontrarse en factores que se relacionan a la fase de transición de esas economías. Los mercados de valores necesitan códigos para apoyar la reputación de las acciones que cotizan. Los códigos se requieren como parte del impulso en los directorios y gerencias locales para que adhieran a buenas prácticas.” Pero “el grado de efectividad en la adopción (*enforcement*) de los códigos es un asunto complejo. El cumplimiento se asegura primero y ante todo con mecanismos internos: los directorios y gerentes, con los accionistas, tienen la responsabilidad de aplicar el código. El mercado proporcionará el ambiente en el cual el desarrollo sea fructífero.”

Otten, Heugens y Schenk (2006) analizan los códigos de buenas prácticas de 38 países y observan que el proceso podría calificarse como de ‘arreglos locales a la luz de ideales globales’. “Una buena gobernanza empresaria y un mercado de acciones próspero son de hecho ideales globales.” Los países tratan de que sus mercados de capital sean más amplios, profundos y líquidos, por sus efectos en el financiamiento, la diversificación y los incentivos para los emprendedores.²⁵

Pero quienes formulan los códigos tratan de evitar un trasplante ingenuo, consideran las tradiciones locales en ese aspecto económico, y no están interesados en experimentar con formas ‘exóticas’ de gobernanza. Señalan que los países con tradición de propiedad dispersa buscan impulsar cambios en los mecanismos internos de gobernanza (cuando son débiles). Y en los países dominados por empresas con control familiar no se consideran algunos aspectos del modelo anglosajón, sino que procuran un régimen de información y apertura más fuerte. A su vez, los países con muchas empresas medianas o pequeñas tratan de alentar una mayor dispersión del capital, para atraer inversores minoritarios y así fortalecer el crecimiento económico.

El énfasis en algunos temas, entonces, se adapta al ambiente económico de cada país y sus principales problemas de gobernanza. Por ejemplo, el código italiano recomienda mayor transparencia y rendición de cuentas en los grupos piramidales que caracterizan a esa economía; y el código desarrollado por la Bolsa de Valores de Hong Kong se refiere específicamente al funcionamiento de los grupos de empresas de propiedad familiar.

Pautas de estandarización para evaluación e implementación de cambios en la gobernanza. Se han formulado estandarizaciones para la implementación de cambios en aspectos críticos de gobernanza (como las normas ISO para variados aspectos de funcionamiento de las empresas). Estas son guías para diagnóstico y cambio en las empresas, más que lineamientos (como los de organizaciones internacionales, OECD, y los códigos nacionales).

En 2003 se publica la estandarización australiana AS8000 Corporate governance, que busca sentar una guía específica para la evaluación y la implementación. Tiene cinco partes: AS 8000-2003 Good governance principles, AS 8001-2003 Fraud and corruption control, AS 8002-2003 Organizational codes of conduct, AS 8003-2003 Corporate social responsibility, AS 8004-2003 Whistleblower protection programs for entities.²⁶

Cabe destacar que estas normas de aplicación incluyen tanto los aspectos generales de gobernanza (organización del directorio y las decisiones empresariales), como otros más específicos (control de fraude y corrupción, y formas de protección de denunciantes), y también los relacionados con el código de conducta y la responsabilidad social.

²⁵ Por ejemplo, en los códigos se encuentran afirmaciones como las siguientes. “Ahora está ampliamente reconocida la significatividad de la gobernanza empresaria, tanto para el desarrollo nacional como para la arquitectura financiera internacional, una palanca para los intereses convergentes de competitividad, ciudadanía empresaria (*corporate citizenship*), y responsabilidad social y ambiental. Hay estándares internacionales de los que ningún país puede escapar en la era de los inversores globales.” (King Committee on Corporate Governance de Sudáfrica)

“Un adecuado funcionamiento de la gobernanza empresaria para las empresas que cotizan sus acciones es una demanda vitalmente fundamental para aumentar el valor de la empresa de un modo sostenido. Por sobre todo, es crucial que los derechos e intereses de los accionistas sean protegidos y asegurados.” (Tokyo Stock Exchange)

“El objetivo es promover la confianza de los inversores internacionales y nacionales, los clientes, los empleados y el público en general en la administración y supervisión de las empresas alemanas que cotizan sus acciones.” (Comisión gubernamental para estipular el German Corporate Governance Code)

²⁶ En 1995 se publican las normas para evaluación y mejora de los modos de administración de riesgo en las organizaciones, Australian/New Zealand Standard for Risk Management (AS/NZS 4360), que han tenido dos revisiones (en 1999 y 2004). Las normas para orientar cambios efectivos de gobernanza en las organizaciones (públicas y privadas, con y sin fines de lucro) pueden verse como una extensión de los medios para mejorar la administración de riesgo.

Cinco enfoques de gobernanza en los códigos. Los dos modelos ‘extremos’ de gobernanza comentados en el punto 4 (anglo-americano y euro-asiático) son una simplificación de la variedad de aspectos que afectan a cada país. Heugens y Otten (2005) analizan los contenidos de códigos de buenas prácticas de 38 países e identifican diecisiete mecanismos de gobernanza que pueden agruparse en cinco enfoques implícitos (que denominan ‘filosofías de gobernanza’).

Estos enfoques son los “sistemas complementarios de creencias acerca del grado y la forma en que los directivos deben ser orientados y vigilados”:

- ◆ *Diseño organizacional*: concepción estructural del control directivo que se basa en controles e interacciones intraorganizacionales firmemente establecidos
- ◆ *Concentración de propiedad*: un modelo de control en el que los accionistas mayoritarios son la forma primaria de control del oportunismo directivo
- ◆ *Propiedad dispersa*: un modelo que se basa en una protección de los accionistas minoritarios que es efectiva (*public enforcement*)
- ◆ *Estímulo directivo (managerial empowerment)*: una concepción de control que se basa en la idea de que los directivos con frecuencia actúan como árbitros benevolentes en vez de agentes potencialmente oportunistas
- ◆ *Conformidad a la estima (esteem responsiveness)*: modelo en el que los directivos están vigilados mediante el diseño de los flujos de críticas y elogios que reciben

En el cuadro 8 se enuncian esos diecisiete mecanismos de gobernanza, cuya descripción se resume en el cuadro 9.

Cuadro 8 Los cinco enfoques de gobernanza (basado en Heugens y Otten, 2005)



El análisis de contenido de los códigos que realizan Heugens y Otten agrupa sistemáticamente los mecanismos de gobernanza en formas predominantes, con lo cual se evita considerar que los determinantes principales son los elementos del ambiente legal o social de las empresas, tal como se hace habitualmente en los estudios comparativos.

Cuadro 9 Enfoques y mecanismos de gobernanza (basado en Heugens y Otten, 2005)

<i>Enfoque</i>	<i>Mecanismo de gobernanza</i>
Diseño organizacional	<p>Comité de nominación para la selección de los miembros del directorio (en función de su experiencia, y procurando un razonable balance de cualidades)</p> <p>Comité de auditoría para que los aspectos importantes de la información financiera y operacional se reflejen oportuna y confiablemente</p> <p>Comité de remuneraciones para garantizar una política de retribución equitativa de los directivos (de modo que la empresa pueda contratar y retener personas capaces sin necesidad de una sobreremuneración)</p> <p>Protección de denunciantes (<i>whistleblower protection</i>), un mecanismo que asegure que los empleados que deseen cuestionar la conducta de la organización puedan hacerlo sin temor a represalias de los directivos</p>
Concentración de propiedad	<p>Inversores institucionales con derechos adicionales (por ejemplo, con acceso especial a los altos directivos, o con la facultad de llamar a asambleas de accionistas) y responsabilidades explícitas (participación activa en las asambleas)</p> <p>Tratamiento equitativo a los interesados, en especial al personal (mediante privilegios como participación en algunas decisiones empresarias, o estabilidad de empleo)</p> <p>Regulación de las bonificaciones (bonus) que los directivos pueden estipularse para sí mismos</p> <p>Control de las formas de comunicación con interesados externos</p>
Propiedad dispersa	<p>Derechos de los accionistas (principalmente, de recibir información y de llamar a asambleas)</p> <p>Temas que los accionistas pueden votar en las asambleas</p> <p>Auditorías para garantizar la veracidad de la información que los accionistas reciben</p> <p>Tratamiento equitativo de los accionistas (evitando privilegios excesivos de los accionistas mayoritarios, como la multiplicidad de votos)</p>
Estímulo directivo	<p>Directivos con acciones (lo cual aumenta su poder de control, por encima del que resulta de la negociación de funciones)</p> <p>Opciones sobre acciones (para incentivar la perspectiva de largo plazo de la dirección)</p> <p>El directorio como mecanismo de vigilancia de los dos mecanismos anteriores</p>
Conformidad a la estima	<p>Difusión de informes de auditoría (<i>auditor appointment</i>), para regular los destinatarios de la información y, por eso, la cantidad de críticas y elogios que reciben los directivos</p> <p>Informes sociales, referidos al desempeño social (<i>nonmarket performance</i>) que permite que los interesados externos puedan expresar su aprobación o desaprobación de las actividades de los directivos</p>

6. Función del código de conducta en las empresas

Los códigos de conducta de la empresa (*code of conduct*) suelen considerarse en la literatura acerca de responsabilidad social empresarial. Los elementos comunes con que se definen son su carácter voluntario o autorregulatorio, y su utilización para influir la conducta de un grupo de individuos u organizaciones, y para especificar las intenciones o acciones en la organización referidas a ciertos temas.²⁷

Kolk, van Tulder y Welters (1999) distinguen entre los códigos estipulados por organizaciones supraempresarias (“guías amplias, recomendaciones o reglas estipuladas por entidades de la sociedad con la intención de afectar el comportamiento de las organizaciones de negocios, a fin de mejorar la responsabilidad empresarial”) de los códigos de conducta internos (“que consisten en guías para el personal acerca de cómo comportarse cuando enfrentan dilemas, tales como conflictos de intereses, regalos, robos, transacciones con información privada y sobornos”), y señalan que estos últimos no se refieren a las relaciones entre la empresa y la sociedad.²⁸

Códigos supraempresarios. Los códigos de alcance amplio se basan en la adhesión de organizaciones y empresas para procurar ciertas orientaciones con respecto a temas específicos (como asuntos ambientales, sociales y demás). Por ejemplo, The Global Compact²⁹, OECD Guidelines for Multinational Enterprises, Global Sullivan Principles.

La versión financiera de The Global Compact (*Who cares wins*) se realizó en 2004, con la participación de 18 instituciones financieras de nueve países que enuncian seis guías para sus actividades financieras relacionadas con empresas. Estos ‘principios de inversión responsable’ “reflejan la creciente relevancia de los aspectos ambientales, sociales y de gobernanza empresarial en las prácticas de inversión”.³⁰

En 2003 diez bancos internacionales adhieren a los estándares de impacto ambiental y social denominados Equator Principles para el financiamiento de proyectos (que se refiere básicamente a proyectos de infraestructura, como represas y grandes plantas de producción). Estos principios son lineamientos del Banco Mundial y la International Finance Corporation (IFC), que incluyen pautas para la evaluación ambiental y social de proyectos a financiar cuya inversión total sea más de US\$ 10 millones.³¹

²⁷ Para los códigos de conducta de las empresas se utilizan distintos nombres: código de ética, código de prácticas (*code of practice*), principios de negocios (*business principles*), credo empresarial, filosofía empresarial (*corporate philosophy*), declaración de ética empresarial (*corporate ethics statement*). De hecho, el título del primer libro dedicado a este tema (de Edgar Heermance, publicado en 1924) fue *Codes of Ethics* (Kaptein y Schwartz, 2007)

²⁸ Una definición más amplia: “Un código de negocios es un documento claro y formal que contiene un conjunto de prescripciones desarrolladas por y para una empresa que guían la conducta actual y futura en diversos temas de las relaciones de gerentes y empleados entre sí, con la empresa, los interesados externos y/o la sociedad en general” (Kaptein y Schwartz, 2007)

²⁹ El ‘Pacto Global’ (o mundial) enuncia diez principios agrupados en derechos humanos, normas laborales, medio ambiente y lucha contra la corrupción.

³⁰ Los enunciados genéricos son:

1. Incorporaremos los temas ESG (ambientales, sociales y de gobernanza) en el análisis de inversiones y en los procesos de decisión
2. Seremos propietarios activos e incorporaremos los temas ESG en las políticas y prácticas como accionistas
3. Procuraremos que los temas ESG sean adecuadamente comunicados por las entidades en las que invertimos
4. Promoveremos la aceptación e implementación de los principios en el sector de inversiones financieras
5. Trabajaremos juntos para mejorar nuestra efectividad en la implementación de los principios
6. Informaremos de nuestras actividades hacia la implementación de los principios.

³¹ Los principios se refieren a las distintas partes de la evaluación, el financiamiento y el seguimiento de proyectos, así como a la información que proporciona el promotor del proyecto y los compromisos que asume. Y especifican la información de las actividades de financiamiento que revelarán las entidades que adhieren, denominadas Equator Principles Financial Institutions (EPFI). La versión 2006 está enunciada en *The Equator Principles, A financial*

En 2002 City of London inicia el proyecto de ‘finanzas sustentables’ con el Centro de Inversión Sustentable de Forum for the Future, a fin de evaluar el grado en que los servicios financieros británicos promueven el desarrollo sustentable. Esto se difunde como London Principles, en siete enunciados³².

Códigos de empresas. Los códigos de conducta de empresas se utilizan para autorregulación o comunicación. Se consideran cuatro tipos de motivaciones (Bondy, Matten y Moon, 2006):

- 1) *Regulación de los interesados (stakeholders).* Los códigos son un modo de guiar o controlar la conducta de los empleados y otros (como proveedores) en las actividades de la empresa. De este modo las organizaciones formalizan sus valores o compromisos, buscan protegerse de algunas actividades de sus miembros, e incluso utilizan el código como parte de las contrataciones con empleados y proveedores.³³
- 2) *Comunicación con interesados.* Con los códigos se procura comunicar elementos de la empresa, actividades y desempeño, a interesados tanto internos como externos. No buscan regular a estos interesados, sino crear confianza, legitimidad y credibilidad, comunicar la intención de funcionar de una manera ética y socialmente aceptable, o formalizar compromisos que apuntan a la aceptación social.
- 3) *Búsqueda de una ventaja competitiva.* Los códigos se utilizan para ayudar a crear una ventaja de mercado: proteger o aumentar la reputación (triple resultado, posición de líder, innovación), o bien mejorar las relaciones con los clientes y otros interesados. Algunos códigos se formulan para ayudar a ganar contratos con empresas o gobiernos, para excluir competidores, para facilitar el acceso a nuevos mercados, o para atraer a potenciales inversores.
- 4) *Reducción de riesgos o amenazas.* Esta motivación es la más mencionada al analizar el tema. Se refiere a evitar regulaciones gubernamentales o intervenciones, o presión para reducir o prevenir una atención negativa del público, así como prevenir reacciones adversas de consumidores, que pueden llevar a nuevas disposiciones legales. También para mitigar la presión de otras empresas en el sector, o de asociaciones de empresas. Los códigos también se utilizan para defenderse de sanciones legales o reducir multas, mostrando que se han tomado recaudos diligentes frente a ciertos aspectos del funcionamiento de la empresa; o bien para indicar que se aplica un adecuado

industry benchmark for determining, assessing and managing social & environmental risk in project financing. En el sitio institucional, www.equator-principles.com, pueden verse las instituciones adheridas y diversos comentarios.

³² Los principios de Londres son:

- 1) Proveer acceso a productos de financiamiento y administración de riesgo para la inversión, la innovación y el uso más eficiente de los activos existentes
- 2) Promover la transparencia y estándares altos de gobernanza en las propias empresas financieras y en las actividades que se financian
- 3) Reflejar el costo de los riesgos ambientales y sociales en la valuación de los productos financieros y de administración de riesgo
- 4) Ejercer el control como accionistas para promover el uso eficiente y sustentable de los activos y de la administración de riesgo
- 5) Proveer acceso al financiamiento para el desarrollo de tecnologías ambientalmente beneficiosas
- 6) Ejercer el control como accionistas para promover estándares altos de responsabilidad social empresarial en las actividades a ser financiadas
- 7) Proveer el acceso a productos de financiamiento y administración de riesgo a negocios en comunidades en desventaja y en economías en desarrollo.

³³ En algunos casos los códigos son impulsados por directivos que sienten un compromiso personal hacia ciertos valores o actividades, y que formalizan esto en un código de ética de la empresa (ver, por ejemplo, Gibson, 2000).

control interno, lo cual es importante para la perspectiva del prestamista bancario, o para reducir las primas de seguros.³⁴

Bondy, Matten y Moon (2006) analizan las características de los códigos de conducta de 50 empresas multinacionales de Reino Unido, Canadá y Alemania, a partir de la información contenida en los sitios web. Considerando las motivaciones explicitadas observan que tienen poca relación específica con la responsabilidad social: ninguna de ellas implica que los códigos se adoptan para crear, buscar o aumentar el compromiso de la organización con temas de RSE. Más bien, las motivaciones pueden verse como modos de plantear imperativos para las actividades cotidianas: guiar el comportamiento, proteger o aumentar la reputación, mantener consistencia entre las empresas relacionadas, lograr el cumplimiento de empleados, directivos o proveedores, explicitar compromisos de gobierno con los interesados en la empresa, etc.

Los códigos de conducta, entonces, se relacionan más con motivos de organización y gobernanza que con aspectos estrictamente de responsabilidad social. Incluso al enfocarse a estos temas, típicamente, con la medición del triple resultado (social, económico y ambiental) la perspectiva parece más instrumental en términos de relaciones con los interesados.

“Podríamos decir que las prácticas organizacionales de las empresas multinacionales en la muestra pueden explicarse por la tesis de Crane de la ‘amoralización’ de los temas éticos en las organizaciones.” “De modo análogo al argumento de Crane en el contexto de los temas ambientales³⁵ nuestros resultados se pueden explicar por la tendencia de las organizaciones a suprimir, neutralizar y racionalizar las implicaciones morales que inicialmente incorporaron algunos temas de responsabilidad social. Los códigos, una vez adoptados e implementados, no son más que otra herramienta para administrar la organización de manera más eficiente, con la cual los interesados internos (aproximadamente dos tercios de los destinatarios de los códigos) son comprometidos y hasta forzados (lo cual se infiere del estilo estipulativo del código) a cumplir con los objetivos de la organización.” “En estas empresas los temas de RSE se enuncian pero sin una relación directa con los códigos publicados, y ambos aspectos se abordan en diferentes partes de los sitios web.”

Señalan que en muchos casos (dos tercios de la muestra) los códigos de conducta parece que se originan en procesos miméticos: las empresas los enuncian porque ‘es lo que se hace’, o porque es la mejor práctica en su respectivo ámbito, más que por una intencionalidad específica para el funcionamiento de la empresa. En esos casos tal vez no haya un compromiso efectivo con algunos de los aspectos que se enuncian.³⁶

³⁴ Pueden verse comentarios en Lenox y Nash (2003).

³⁵ Se refieren al estudio de Andrew Crane (2000), *Corporate greening as amoralization*.

³⁶ Se han realizado numerosos estudios acerca de la efectividad de los códigos de conducta, pero los resultados no son claros. Esto se debe a que las prescripciones de los códigos pueden tener distintos objetos y niveles: se refieren a cuestiones internas (relaciones entre gerencia y empleados, y el modo de operar con los bienes de la empresa) y externas (cómo actuar frente a los interesados externos); y pueden ser generales o específicas (tales como responsabilidades, procedimientos, reglas y estándares).

Kaptein y Schwartz (2007) examinan 79 estudios empíricos de la efectividad de los códigos, realizados entre 1977 y 2006, y observan que un tercio de ellos concluye que los códigos son efectivos (los resultados que se consideran en el estudio son acordes con los enunciados del código); en los restantes la efectividad es pobre o inexistente. Proponen un marco para esa evaluación que considere las características de la empresa y su ambiente, la existencia de códigos supraempresarios que afecten las actividades, la existencia de subcódigos para aspectos específicos, y el proceso de desarrollo e implementación de los códigos.

7. Gatekeepers y organizaciones de evaluación

Las empresas son entidades relativamente opacas para quienes están fuera de ellas. Esto origina variadas manifestaciones de las asimetrías de información. Además, la evolución de los mercados financieros genera una gran diversidad de instrumentos, que está acompañada por una creciente complejidad. Este segundo aspecto implica un costo relativamente alto de información, tanto para su obtención como por la especialización requerida para interpretarla.

La solución, al menos parcial, de las asimetrías de información ha generado un conjunto de leyes e instituciones para que los interesados externos tengan la seguridad (dentro de lo razonable) de la confiabilidad de la empresa en algún aspecto que es importante para ellos. Entre estas instituciones están los que se denominan intermediarios de reputación (*reputational intermediaries*), o cuidadores (*gatekeepers*), que son instituciones privadas (firmas de auditoría y de abogados³⁷, bancos de inversión) y públicas (reguladores del sistema financiero o del mercado de títulos). En los sistemas económicos modernos hay también instituciones que cumplen la función de organizaciones de evaluación (evaluadores de riesgo, de calidad, de responsabilidad social, etc.).³⁸

El papel de estos participantes es muy importante para la fluidez de las relaciones entre empresas e interesados, y para el desarrollo de un sistema financiero (Black, 2000).

A veces se considera a todos en la misma clase, y se hace referencia genéricamente a ‘gatekeepers’. Sin embargo, es mejor restringir esta noción a su significado básico, que se relaciona con la capacidad de influir en algunas malas conductas. En su análisis de ‘la responsabilidad de los cuidadores’ (*gatekeepers liability*) Reinier Kraakman (1986) considera que es “la responsabilidad que se impone a los participantes privados que son capaces de alterar la mala conducta retirando su apoyo a los malhechores”, apoyo que puede consistir en un servicio especializado o una certificación que es esencial para que un malhechor tenga éxito. Y señala que “este apoyo es la ‘puerta’ que el cuidador cuida” (the ‘gate’ that the gatekeeper keeps).

Este papel a veces se materializa en responsabilidades legales (civiles o penales)³⁹, y en otras se basa en el interés de los intermediarios en mantener su reputación (de ahí la otra denominación).⁴⁰

Cuáles participantes son realmente gatekeepers y cuáles son organizaciones de evaluación es algo que puede ser relativamente fluido. Por ejemplo, las agencias de calificación de riesgo típicamente son organizaciones de evaluación. Pero la evolución de los instrumentos hacia una mayor complejidad (en especial por las combinaciones en fondos y por la proliferación de instrumentos estructurados), las pautas de uso actual de las calificaciones y, en especial, la delegación

³⁷ Un primer planteo sistemático del papel de las firmas de abogados en la ‘creación de valor’ puede verse en Gilson (1984).

³⁸ En este aspecto de ‘señales de confiabilidad’ también se suman los efectos de respaldo implícito que resultan de algunos tipos de acuerdos políticos, como las asociaciones de países en bloques con requisitos económicos y políticos para el ingreso (como la Unión Europea y el NAFTA), que aumentan la confiabilidad de sus integrantes más débiles.

³⁹ Existe una discusión acerca de la posibilidad de ampliar las responsabilidades legales; al respecto pueden verse los argumentos de John Coffee (2001, 2003) y Frank Partnoy (2001, 2004). Coffee considera explícitamente dentro de la categoría ‘gatekeepers’ también a los analistas de títulos y las agencias de calificación de riesgo.

⁴⁰ “Estos intermediarios pueden dar fe de la calidad de la información porque son participantes permanentes que sufrirán una pérdida de reputación si permiten que una empresa exagere sus perspectivas, pérdida que excede la ganancia que el intermediario puede obtener por única vez al permitir la exageración.” Pero hay más complicaciones. “El rol principal de los intermediarios de reputación es dar fe de la calidad de la información que se revela, y así reducir la asimetría de información en el mercado financiero. Pero la información asimétrica en el mercado de intermediarios de reputación limita su capacidad de jugar ese rol.” (Black, 2000) En algunos casos esto se resuelve en parte con intermediarios de segundo piso, que dan fe de la calidad de los intermediarios básicos. Las organizaciones voluntariamente autorreguladas son una clase de estos intermediarios; otra son las organizaciones legalmente autorreguladas, como los mercados de valores.

implícita en las agencias de la función de regulación que han realizado los reguladores del mercado financiero, hace que en muchos casos desempeñen la función de gatekeepers.

El papel de estas instituciones y las debilidades a que está expuesto el desarrollo de la función pueden observarse en los comentarios que hizo Alan Greenspan en su presentación al Congreso en julio de 2002, después de los escándalos empresariales que comenzaron a manifestarse desde fines de 2001 (con los casos paradigmáticos de Enron y Worldcom):

“En años recientes los accionistas y potenciales inversores deberían haber sido protegidos de la muy difundida mala información si alguna de las muchas defensas y salvaguardas hubieran hecho una evaluación empresarial apropiada. En demasiados casos no se hizo. Abogados, auditores internos y externos, directorios, analistas de títulos de Wall Street, agencias de calificación, y los grandes inversores institucionales, todos fallaron, por una u otra razón, en detectar y hacer sonar la alarma ante aquellos que infringían el nivel de confianza esencial de mercados que funcionan bien.

“¿Por qué fallaron los controles y contrapesos que nos sirvieron razonablemente bien en el pasado? La raíz estuvo en el rápido crecimiento de las capitalizaciones en el mercado de acciones en la última parte de los años 1990, que posiblemente engendró un incremento grande de las oportunidades para la avaricia.

“Una codicia contagiosa parece haber afectado a una gran parte de nuestra comunidad de negocios. Nuestros guardianes históricos de la información financiera fueron sobrepasados. Demasiados ejecutivos empresarios buscaron caminos para ‘cosechar’ algo de aquellas ganancias del mercado de acciones. Como resultado, la altamente deseable dispersión de accionistas y de opciones entre los gerentes creó perversamente incentivos para inflar artificialmente las ganancias informadas, para hacer que los precios subieran y siguieran subiendo. Este resultado sugiere que las opciones fueron estructuradas deficientemente y, en consecuencia, fallaron en alinear los intereses de largo plazo de accionistas y directivos, el paradigma esencial de una gobernanza empresarial efectiva. Los incentivos creados superaron el buen juicio de demasiados directivos empresariales. No es que los humanos hayan comenzado a ser más codiciosos que en generaciones pasadas. Lo que pasa es que hay muchas más avenidas por las que se expresa la codicia.”

Organizaciones de evaluación de gobernanza. Hay varias organizaciones que evalúan los aspectos de gobierno de empresas, cuyos servicios se orientan principalmente a inversores institucionales.

La información para la evaluación se obtiene mediante cuestionarios o con entrevistas. Puesto que el tema de gobernanza es bastante sensible en la actualidad, generalmente la información que suministran las empresas es similar a la que incluyen en sus estados contables, a los reguladores o que colocan en sus sitios web.

Desde 1972 Investor Responsibility Research Center proporcionó evaluaciones de gobernanza de las empresas; y en 1990 comenzó a informar las características de gobernanza de 1.500 empresas, mediante una tipología de 24 aspectos.

Institutional Shareholder Services⁴¹ realiza la evaluación con mayor cobertura. Se informa el coeficiente de gobernanza (*Corporate Governance Quotient*, CGC) de 5.500 empresas de Esta-

⁴¹ El servicio principal de ISS es proporcionar análisis de gobernanza y asistir a los inversores para las votaciones y otras actividades de las sociedades. En 2005 adquiere el negocio similar de IRRC (Investor Responsibility Research Center), y esta organización forma el Institute for Corporate Responsibility para la evaluación de los aspectos de responsabilidad empresarial.

Desde 2006 ISS es parte de RiskMetrics Group (que se separó en 1998 de J.P.Morgan, entidad que había difundido esa designación para su metodología de evaluación de riesgo financiero en 1994). En 2007 RiskMetrics adquiere también CFRA (Center for Financial Research & Analysis), dedicada a la evaluación de la calidad y la sustentabilidad de la información financiera, y de los riesgos legales y regulatorios, de alrededor de 10.000 empresas en el mundo.

dos Unidos y más de 2.000 de otros 30 países (incluyendo las que forman los índices MSCI y EAFE).

El coeficiente se comienza a informar desde 2002 y pondera aspectos relacionados con el directorio, el comité de auditoría, la compensación de directores, las disposiciones acerca de cambios de control, la estructura de propiedad, la formación profesional de los directores y la evolución de las prácticas empresarias.

Standard & Poor's proporciona desde 2002 un puntaje de gobernanza (*Corporate Governance Score*, CGS) que "refleja la evaluación de Standard and Poor's de las prácticas y políticas de gobernanza de una empresa, y el grado en que ellas sirven los intereses de los interesados financieros de la empresa, con énfasis en los intereses de los accionistas".

Se consideran las leyes, regulaciones y prácticas en el país, y en ese marco se evalúa la estructura de propiedad, la influencia de interesados externos, los aspectos de transparencia y auditoría, los derechos de los accionistas, las relaciones con stakeholders, y la composición y efectividad del directorio.

Governance Metrics International proporciona el *GMI Rating* para numerosas empresas de Estados Unidos (las de S&P 500 y Russell 1000) y Europa, y las empresas de NIKKEI 225 y ASX 50 Index. Los criterios de evaluación son similares a los de ISS.

Conocer los aspectos que consideran las organizaciones de evaluación para la calificación de la gobernanza puede ser útil para una empresa, ya que le permite identificar lo que debe hacer para mejorar su puntaje. Y esto incluso hasta podría llegar a mejorar sus prácticas de gobernanza.

Organizaciones de estandarización y evaluación de aspectos de la responsabilidad empresarial. Hay diversas normas para aspectos que se relacionan con aspectos vinculados a la responsabilidad empresarial (social y ambiental): ISO14001, OHSAS18001, AS8002-2003, AS8003-2003, AA1000, SGE21. Otros están siendo considerados para la norma ISO26000.

KLD (Kinder, Lydenberg, Domini) Research & Analytics asigna puntaje según diversos aspectos del desempeño social de las empresas desde 1991. La cantidad de empresas puntuadas ha ido aumentando, hasta cubrir, desde 2004, más que el índice Russell 3000.

Las calificaciones de KLD y otras organizaciones suelen utilizarse para la administración de inversiones socialmente responsables (*socially responsible investment*). Para la calificación consideran información de diversas fuentes: agencias regulatorias y organizaciones que certifican cuestiones ambientales, información de las propias empresas (en informes de 'sustentabilidad', informes obligatorios de emisiones químicas tóxicas, y las actividades proyectadas que se incluyen en los informes anuales de las empresas).⁴²

CoreRatings, actualmente integrante de DNV (Det Norske Veritas) Group, realiza desde el año 2000 calificaciones de empresas en los aspectos no financieros del riesgo (que se refieren a tópicos de gobernanza y responsabilidad social).

Estas calificaciones se hacen a pedido de la empresa, de modo similar a las certificaciones de normas de calidad y otras. Al promover sus servicios la organización señala que "la comunicación de una calificación al mercado es un medio efectivo para que una empresa influya en la percepción que tienen los inversores de los intangibles y riesgos relacionados, transmita la calidad de sus capacidades de administración de riesgo, demuestre el cumplimiento a los regulado-

⁴² En dos estudios recientes acerca de las calificaciones o 'puntaje social' (Chatterji, Levine y Toffel, 2007a y 2007b) se evalúa el nivel de transparencia y precisión de estas evaluaciones de responsabilidad social. Observan que las empresas con evaluaciones KLD preocupantes en los últimos años muestran un nivel levemente mayor de violaciones al cumplimiento de regulaciones ambientales que las otras empresas. Pero también observan que las calificaciones ambientales más robustas de KLD no predicen adecuadamente los niveles de polución o las violaciones a las disposiciones regulatorias. Esta debilidad de la evaluación se transmite a los resultados de los estudios académicos que procuran identificar la relación que existe entre las calificaciones de responsabilidad social y el desempeño financiero de las empresas (como, por ejemplo, el rendimiento para los inversores).

res, y vaya más allá del cumplimiento para comunicar a los interesados la integridad de su desempeño en administración de riesgo”. “La calificación independiente de cómo las empresas administran sus activos intangibles aumenta la calidad y la credibilidad de los informes y análisis empresarios. Esto puede servir como una ventaja significativa de diferenciación en un mercado competitivo.” Realmente, a uno no le quedan dudas acerca de cuál es la finalidad principal de la calificación.

8. Papel de los inversores institucionales

Los inversores institucionales, como los fondos de inversión y de pensión, tienen un deber fiduciario hacia sus clientes, que se relaciona con las decisiones básicas de las empresas (claramente no las decisiones corrientes). Por eso puede ser importante su influencia en los mecanismos de gobernanza que aplican las empresas.

Del mismo modo, al aumentar el énfasis en el desarrollo sustentable (los aspectos ambientales, sociales y éticos de las empresas) los inversores institucionales también afectan algunos comportamientos de las empresas. De hecho, la adhesión a principios de conducta ‘supraempresarios’ como los comentados en el punto 6 implica un movimiento en esa dirección. Dentro de esto, el crecimiento de la ‘inversión socialmente responsable’ implica que la evaluación activa de esos aspectos es un elemento constitutivo de los inversores institucionales con esa característica.

En este tema, amplio y en desarrollo, es interesante observar algunos aspectos puntuales. En primer lugar, ¿cómo se interpreta la actividad de los inversores institucionales?; específicamente, ¿qué influencia pueden tener sus criterios en la gobernanza y la responsabilidad social? Y, en segundo lugar, ¿cuál es el efecto de la inversión socialmente responsable?

‘Facetas’ de los inversores institucionales. Con frecuencia los inversores institucionales son considerados predominantemente como negociadores de títulos (*traders*), que son accionistas cuando, como consecuencia de sus transacciones, poseen acciones de empresas.

En un estudio realizado por Hendry, Sanderson, Barker y Roberts (2004) mediante entrevistas en profundidad a inversores institucionales y directivos financieros del Reino Unido, se observa que los inversores más activos en transacciones se ven básicamente a sí mismos como administradores de dinero, no están interesados en el ejercicio de la propiedad ni en interactuar con los directivos (excepto por cuestiones de información), y consideran a otros inversores institucionales como competidores y no como ‘co-propietarios’.

Los inversores institucionales que no realizan tantas transacciones, por el contrario, consideran prioritario su rol de propietarios, “pero con perspectivas conflictivas de lo que la propiedad involucra, mezclando nociones de agencia (los accionistas como principales guiados por su propio interés) con nociones de propiedad moralmente responsable y de responsabilidad en transacciones competitivas, posicionamiento que pueden ofrecer a sus clientes como parte de sus servicios de administración”.

En su mayoría los directivos financieros no ven a los inversores institucionales explícitamente como propietarios. Algunos consideran que son *traders*, “sin interés legítimo de propietarios”; “técnicamente son propietarios, pero pienso que no percibimos su conducta como de propietarios”. Otro los ve como apoyadores del negocio, en una figura parecida a los simpatizantes de un equipo de fútbol.⁴³

⁴³ Hendry *et al* señalan que, “curiosamente, las empresas comprometidas más intensamente con los sistemas de dirección basados en el valor para el accionista estuvieron entre aquellas que consideran que el estatus de accionista no conlleva explícitamente el ejercicio en términos de propiedad.”

En un estudio realizado mediante cuestionarios entre inversores institucionales de Holanda y otros ocho países (Jong, Mertens, Oosterhout y Vletter-van Dort, 2007) se observa que la dimensión más importante del papel activo como accionistas es la parte ceremonial, relacionada con el voto. Pero destinan comparativamente pocos recursos a estas actividades, y en especial en las inversiones en empresas de otros países. Existe cierto isomorfismo en las políticas y actividades como accionistas (información y recomendaciones), posiblemente por el rol dominante de ISS en el mercado internacional. Tener que adoptar una participación más profunda en la actividad como accionistas es visto como un riesgo, en particular en las inversiones internacionales.

“El disparador más importante para las actividades como accionista son los temas de gobernanza” (posiblemente porque son los aspectos más fáciles de observar, a partir de la información de ISS, en comparación con otros aspectos del desempeño económico de las empresas).

Sin embargo, “los fondos de pensión generalmente encuentran las actividades como accionistas más importantes que lo que puede inferirse de la frecuencia con que encaran esas actividades”, lo cual puede demostrar que “la disponibilidad de alternativas para actividades como accionistas se considera más importante que realizar efectivamente esas actividades”.

De modo interesante observan que los inversores institucionales del Reino Unido y Canada tienden a ser más activos como accionistas que los de otros países. Lo cual se relacionaría con el modelo anglosajón de gobernanza.

Activismo en temas de gobernanza. Así como la inversión socialmente responsable puede realizarse mediante el ejercicio del rol de accionista, hay inversores institucionales que encaran un similar activismo en algunas cuestiones de gobernanza en sentido restringido. Este rol se puede considerar como ‘activismo social’ (*social activism*) y ‘activismo de accionistas’ (*shareholder activism*), que tiende a realizarse mediante la evaluación del directorio y la defensa de los derechos de los accionistas.

En Estados Unidos uno de los inversores institucionales más activos en este sentido es CalPERS (California Public Employees’ Retirement System), que declara su “fuerte creencia en que cada mercado en el mundo debería adoptar los principios de gobernanza empresarial que sean apropiados para el mismo. Idealmente, esos principios deberían ser desarrollados por los participantes del mercado, mediante acciones cooperativas y consenso.”

Para evaluar estos temas utiliza un conjunto de estándares relacionados con el tamaño y la independencia del directorio, el acceso al mismo y el plan de sucesión, la evaluación del desempeño de los directores y los mecanismos para proteger los derechos de los accionistas.⁴⁴

El activismo de CalPERS también se extiende a algunos aspectos sociales, tales como no invertir en empresas tabacaleras.

Otro fondo de pensión estadounidense, Teachers Insurante and Annuity Association-College Retirement Equities Fund (TIAA-CREF) tiene criterios muy detallados para balancear los derechos de los accionistas con la necesidad de una dirección efectiva de la empresa.

Canadian Coalition for Good Governance (CCGG) reúne a numerosos inversores institucionales que declaran su compromiso de “considerar cuidadosamente el equilibrio entre el desempeño financiero y las definiciones, estructuras y procesos de gobernanza apropiados, a fin de evaluar si se reconocen y protegen los intereses de los accionistas minoritarios”. Para esta evaluación reconoce que “hay pocas soluciones de gobernanza que sean aplicables a todas las empresas o a todas las situaciones”.

⁴⁴ CalPERS realiza estas actividades relacionadas con gobernanza desde 1987, y selecciona empresas en las que identifica problemas en alguno de estos aspectos, para presionar por su mejora. Por su fama como accionista activo, al incluir a una empresa en su lista influye en otros inversores institucionales, que confían en que la participación de CalPERS llevará a cambios beneficiosos. Esto tiene varias consecuencias, tanto para evaluar el impacto económico de ese activismo como en el papel de los objetivos políticos de quienes dirigen el fondo. Pueden verse algunos comentarios en Barber (2006).

Inversión socialmente responsable. La inversión socialmente responsable (*socially responsible investment*, SRI) bajo la forma de fondos de inversión se inicia en 1972 (PAX World Fund, en Estados Unidos), y durante muchos años fue una actividad relativamente ‘marginal’. Actualmente, sólo en Estados Unidos hay más de 200 fondos, y la mayoría de las firmas de inversión ofrece uno o más productos; estos fondos manejan más de 2 billones de dólares. Los inversores son fondos de pensión, universidades, fundaciones y entidades religiosas.

SRI es diferente a la administración de inversiones por tres características: 1) se incorpora explícitamente el criterio social (los tres ‘resultados’: ambiental, social y económico) en las decisiones de inversión financiera; 2) algunos fondos SRI son más activos con respecto a las empresas, y procuran influir en el comportamiento mediante su participación como accionistas; 3) algunos inversores también se involucran en inversiones beneficiosas para la comunidad, sin considerar el rendimiento financiero.⁴⁵

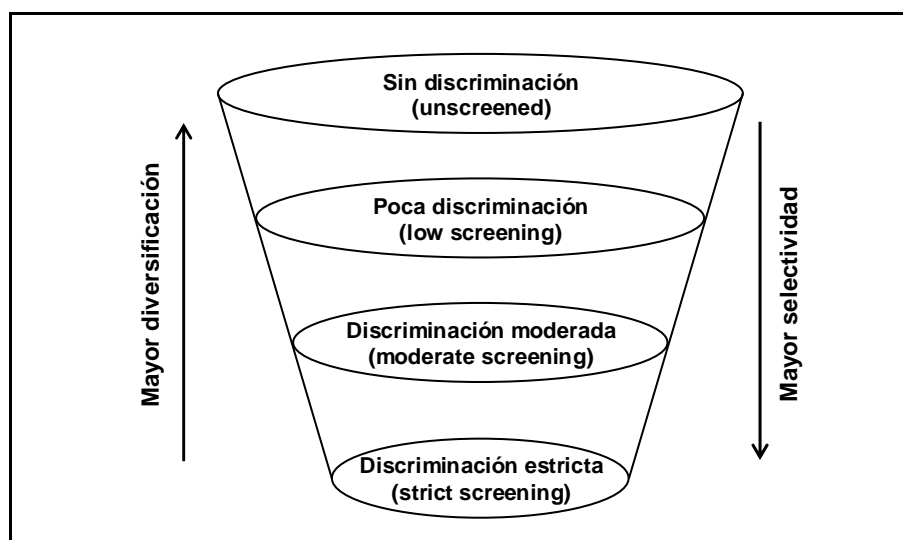
La mayor parte de los fondos de inversión responsable se realiza mediante el denominado *screening* (formación del ‘conjunto de oportunidades de inversión’). Hay dos criterios:

- negativo: se excluyen todas las empresas que están en sectores que se consideran no adecuados (alcohol, tabaco, juego, armamento, nuclear)
- positivo: se consideran sólo las empresas con un cierto desempeño social; los aspectos que se utilizan pueden ser los incluidos en la puntuación de KLD (que se relacionan con la comunidad, la diversidad, las relaciones con los empleados, el ambiente, los derechos humanos, y los productos)

En Estados Unidos Social Investment Forum es la entidad que proporciona información y criterios de inversión.

El rendimiento de SRI evoca dos aspectos conceptuales importantes. Por una parte, al ser una inversión restringida (en la cantidad de posibles oportunidades) y selectiva, podría tener un desempeño peor que una cartera sin restricciones. Por la otra, si las actividades de responsabilidad social empresarial tienen efectos positivos en el desempeño de las empresas, al elegir las inversiones dentro del subconjunto donde se manifiestan estos efectos el rendimiento podría ser mayor que el de una cartera que no tenga en cuenta ese criterio. En el cuadro 10 se muestran los dos aspectos.

Cuadro 10
Efecto de la selección social (Barnett y Salomon, 2006)



⁴⁵ Puede verse una presentación de los aspectos de la inversión responsable en Zicari (2007).

Un estudio sistemático de estos efectos se realizó para el período 1972-2000 (Barnett y Salomon, 2006). Se consideraron doce criterios para realizar el *screening*. Los resultados muestran que la relación es ‘curvilínea’: el rendimiento va descendiendo a medida que se agregan criterios (por el menor efecto de diversificación), hasta un mínimo con siete criterios, y después se recupera (lo cual es atribuido a que la restricción en los beneficios potenciales de la inversión diversificada se compensa si el administrador del fondo realiza una selección mejorada de las acciones en las cuales se invierte). Distinguiendo por criterios, el mayor efecto negativo en el rendimiento para el inversor existe para las empresas que son muy proactivas en temas relacionados con el ambiente.

Otro estudio (Girard, Stone y Rahman, 2005) determina que si bien los rendimientos potenciales podían ser similares a los de una cartera sin esa restricción, los fondos SRI muestran el efecto de una pobre selectividad y menor capacidad de elegir el momento de la inversión. Se preguntan “¿Es posible tener rendimientos económicos y al mismo tiempo expresar preocupación social acerca de la conducta empresarial?” La respuesta es sí, pero el rendimiento de los fondos SRI muestra un costo originado en una administración de cartera débil. “Este es un costo innecesario, y no puede ser justificado con ninguna ideología” que rija la inversión.

9. Perspectiva de stakeholders y valor para los propietarios como objetivo de la empresa

Stakeholder theory. La noción de stakeholder (interesado) para la administración de empresas fue planteada por R. Edward Freeman (1984): cualquier individuo o grupo de individuos que puede afectar a o ser afectado por el logro de los objetivos de la empresa. Para el ejercicio de la administración estratégica planteó cinco grupos de interesados: accionistas, empleados, proveedores, clientes y la comunidad.⁴⁶

Estos ‘interesados’ se han ido perfilando con más detalle, para incluir también a otros financiadores (como los prestamistas). A su vez, la ‘comunidad’ se desglosa en el Estado (por el interés fiscal y por las prácticas regulatorias), los grupos de interesados comunitarios (que expresan o, en muchos casos, moldean, algunas de las demandas sociales), los medios de comunicación, etc. La difusión del uso de redes y otras formas de asociación entre empresas implica considerar también como interesados a las empresas asociadas.

Más allá del inventario de stakeholders en concreto es importante la perspectiva que se considera para la empresa. El enfoque de interesados de Freeman (*stakeholder theory*) es básicamente instrumental. La idea subyacente es bastante simple y obvia: las organizaciones se relacionan con individuos y otras organizaciones para alcanzar sus fines, y es claro que eso debe ser considerado en las decisiones, para que sean efectivas. La tarea estratégica es justamente armonizar los valores a fin de reducir los conflictos, de modo que la organización pueda funcionar.

La estrategia de la organización, en sí misma, es algo bastante crudo y duro. Es una cuestión de predominio de valores: “la tarea de la estrategia es el liderazgo para obtener consenso sobre significados y determinación entre los interesados involucrados, a fin de sobrevivir como entidad en un ambiente”. “Es un proceso de resolución de conflictos que funciona dialécticamente con los otros interesados, internos y externos. La estrategia es el sistema de comunicación social para influir en otros actores cambiando su visión del conflicto actual a fin de lograr libertad de acción para realizar los propios valores.” (Frischknecht, 1993)

Es frecuente que en el discurso gerencial la estrategia tenga connotaciones positivas, de orientación de las actividades de la empresa para el logro de objetivos acordados. Pero esto implica que ya que se alcanzó (por el momento) el espacio de acuerdo, es decir, alguna forma de

⁴⁶ La noción genérica de interesados en el enfoque de Freeman es muy amplia. Se refiere a esa cuestión de hecho (afectar o ser afectado), y no a la legitimidad del interés. Esto puede incluir a los ladrones, los terroristas y los activistas ambientales. Freeman señala (1984, pág. 53): “Por ejemplo, algunas corporaciones deben considerar a los ‘grupos terroristas’ como stakeholders”.

predominio. El comportamiento estratégico (de cada uno) implica considerar a los demás como medios para la consecución de los propios fines. Es distinto a un comportamiento ‘comprensivo’⁴⁷ orientado primariamente al entendimiento del otro, una interacción en una comunidad de la cual deriva, como resultado, el encuadramiento del éxito individual. La estrategia es comunicación (para acordar e involucrar a los otros), pero no es comprensión del otro en sí mismo.⁴⁸

¿Qué relación tiene esto con los aspectos financieros de la gobernanza? Desde 1995 se ha ido difundiendo una perspectiva no instrumental sino normativa de los interesados en la empresa (*normative stakeholder theory*). Donaldson y Preston (1995) plantearon que no existe *prima facie* una prioridad de intereses, sino que la empresa existe “para servir a los interesados en ella, o sea quienes de algún modo pueden ser dañados o beneficiados por sus actividades”. Señalan explícitamente que estos interesados deben ser considerados en sí mismos, y no como medios para alcanzar los objetivos de otros.

Tal planteo ha sido muy persuasivo, especialmente entre quienes buscan argumentos para limitar el ejercicio de la propiedad (de los otros) sobre la base de criterios éticos que deben predominar (y que son los que ellos enuncian). Y se ha difundido como fundamento de la responsabilidad social empresaria en algunas cosmovisiones.

El objetivo financiero de la empresa y el capital organizacional. Para las finanzas el objetivo de la empresa es maximizar el valor del capital invertido por los propietarios (o accionistas). Y así el criterio para las decisiones en la empresa es la maximización del valor del excedente que se genera para esos financiadores por el uso de los recursos.

El valor de la empresa depende del modo en que esos actores (tales como entidades financieras, fondos de inversión, otras empresas, inversores financieros activos) consideran las características del excedente que genera la empresa (la magnitud del excedente financiero para el capital propio y su sostenibilidad en el tiempo).

Se suele aceptar que tales características resultan de la congruencia entre 1) la forma en que se organiza y dirige la empresa y 2) el entorno económico, institucional y social que es relevante para sus actividades.

La aplicación de este criterio requiere considerar premisas específicas acerca de la retribución de los factores utilizados en la empresa, la toma de decisiones y el papel que tienen en las decisiones los suministradores de recursos. Tales premisas, por tanto, se refieren a la propiedad del ‘capital organizacional’ de la empresa. El ‘capital organizacional’ es la base de la creación de valor. Si no existiera este capital la empresa podría ser replicada de un modo relativamente sencillo adquiriendo similares recursos tangibles, y por eso en un entorno competitivo la creación de valor a partir del capital financiero tendería a ser nula (o muy pequeña).

Desarrollar y mantener las cualidades diferenciales de la empresa (la ‘ventaja competitiva duradera’ a la que apunta la dirección de los negocios) requiere la especificidad de algunos recursos que no pueden adquirirse en propiedad. Este hecho se manifiesta con diferente intensidad según el tipo de empresa y sector de negocios. Para que interesados (stakeholders) tales como el personal, los proveedores, los clientes, o el Estado, asuman esta inversión es necesario contemplar su participación en el excedente que resulta de su contribución.

Desde hace bastante tiempo se ha reconocido formalmente el hecho de que las decisiones de asignación de recursos están influidas por efectos de agencia, que se manifiestan en la configu-

⁴⁷ En su ambiciosa *Teoría de la acción comunicativa* Jürgen Habermas se refiere al comportamiento ‘comunicativo’, o estrictamente interpersonal, como opuesto al comportamiento ‘estratégico’, que es una mediatización de las relaciones interpersonales. Utilizo la palabra ‘comprensivo’ para evitar la confusión con la comunicación en el ámbito empresarial (que es estratégica).

⁴⁸ Parece razonable considerar estratégicos en este sentido los ‘valores’ de orientación al cliente, desarrollo del personal, orientación a la calidad, y también la dimensión comunicativa de las buenas prácticas para la administración de la empresa, enfatizando el comportamiento transparente frente a los inversores (en forma genérica, los financiadores actuales o potenciales), o el comportamiento ‘correcto’ frente a aspectos ambientales y sociales.

ración de los recursos y en la magnitud del excedente que queda para retribuir a los financiadores. La forma jurídica de la empresa, el sistema de dirección y las modalidades de distribución del excedente se reflejan en la forma de financiamiento e influyen en la magnitud de los efectos de agencia.

Además, para explotar las oportunidades de negocios ('opciones de crecimiento') se requiere una organización 'governable', en el sentido de que se equilibren las capacidades para aprovechar las oportunidades y las recompensas por hacerlo. Las empresas existentes deberían estar en mejores condiciones que los emprendimientos nuevos para aprovechar esas oportunidades. Sin embargo, muchos emprendimientos se realizan para explotar oportunidades de negocios que las empresas existentes no pueden o no quieren aprovechar.⁴⁹

Estos aspectos influyen en

- ♦ el tipo de recursos que puede utilizar una empresa,
- ♦ la magnitud del excedente económico que produce, y
- ♦ el modo en que se distribuye ese excedente entre los participantes (financieros y no financieros).

Accionistas y propietarios. Este resumen de elementos conocidos en la teoría financiera de la empresa es necesario para ubicar en perspectiva los argumentos normativos de la teoría de los interesados. El planteo de Donaldson y Preston descarta el objetivo de maximización del valor de la empresa para los propietarios, y lo sustituye por un conjunto de objetivos de los interesados a los cuales la empresa debería apuntar simultáneamente. La empresa debe funcionar atendiendo a estos objetivos, que no se subordinan al interés de los propietarios.

Esta multiplicidad de objetivos sin un marco de prioridad es uno de los problemas que se señaló desde el comienzo para este enfoque, hecho que puede dificultar la supervivencia y el crecimiento de la empresa en un ambiente competitivo.

La dilución de la unidad empresarial resultante de las propuestas normativas y regulatorias de Donaldson y Preston es resuelta por éstos en la figura del gerente profesional, un 'técnico apolítico' que no estaría contaminado con la codicia de los propietarios capitalistas. Estos serían árbitros ilustrados que regulan las relaciones entre los distintos conjuntos de interesados (uno de los cuales son los propietarios).⁵⁰

Este enfoque normativo de los interesados tiene como referencia a la empresa grande, la corporación, con accionistas relativamente dispersos (como es el título del artículo de Donaldson y Preston, una 'stakeholder theory of corporation'). Aunque no se explicita, tal enfoque de la propiedad limitada no es aplicable a la empresa en general, ya que afectaría de modo muy básico el proceso de innovación y crecimiento en la economía.

En realidad, apunta a cuestionar la calidad de propietario de los 'inversores'. Para algunos, podría decirse en cierta continuidad con Thorstein Veblen, los accionistas de las empresas grandes no cumplen la función social de 'empresario'. No, al menos, como los propietarios más cer-

⁴⁹ No existe una teoría económica adecuada del fenómeno 'emprendedor' (*entrepreneurship*) que explique las condiciones en que aparecen empresas nuevas para explotar oportunidades que también están disponibles para las empresas existentes, que por lo general deberían estar en una posición mejor porque tienen acceso a un conjunto mayor de recursos. "El papel primario de un sistema de gobernanza es asegurar el alineamiento entre la capacidad de capturar las oportunidades y las recompensas que derivan de esto. Cuando esto falla puede resultar una 'ingobernabilidad' (*governance overhang*), que no es diferente de la imposibilidad de continuar al no poder renegociar la deuda existente (*debt overhang*) descrita por Myers." (Zingales, 2000). Comentarios de las características organizacionales pueden verse en Barnett (2003).

⁵⁰ La idea de limitar el poder del capitalista financiero y transferirlo a técnicos supuestamente más cercanos a los intereses de una empresa que esté orientada a la sociedad no es nueva. En 1904 Thorstein Veblen (*The Theory of Business Enterprise*) consideraba que los ingenieros (categoría genérica en la que incluía a los administradores) están en mejor posición moral para controlar las 'industrias', de modo que éstas se liberen de los intereses pecuniarios de los propietarios, intereses que serían los que impiden que las empresas sean totalmente productivas para la sociedad.

canos a la problemática de la empresa, a quienes consideran a priori con la suficiente sensibilidad económica (y moral) como para confiar en que buscarán lo que es mejor para todos.⁵¹ Entonces, en la corporación los directivos profesionales serían los depositarios de esta calidad.

Maximización ampliada de valor. Recientemente se ha retomado la discusión del objetivo de la empresa (en relación con los propietarios) con una serie de consideraciones económicas, organizacionales, legales y culturales. Michael Jensen (2001)⁵² realiza una interesante argumentación procurando distinguir lo positivo de lo normativo (proposiciones que son refutables con datos, y proposiciones que dicen lo que debería ser en vez de lo que es).

Plantea que el vínculo entre la maximización del valor y la teoría de los interesados es lo que denomina *maximización ampliada de valor (enlightened value maximization)*⁵³. Esta incluye buena parte de la estructura de la teoría de los interesados, manteniendo el valor a largo plazo de la empresa como criterio en el balance de intereses que se requiere para mantener la viabilidad de la organización.

“La teoría ampliada de los interesados (*enlightened stakeholder theory*) enfoca la atención en las demandas de todos los componentes importantes de la empresa, pero especifica como objetivo de la empresa la maximización de valor en el largo plazo. De este modo resuelve los problemas que aparecen a partir de los múltiples objetivos que tiene la teoría tradicional de los interesados, y proporciona a los directivos un modo claro de pensar acerca del tipo de balances que se requieren (*tradeoffs among corporate stakeholders*).”

“Se puede argumentar que el interés propio de los directivos los llevará a preferir la teoría de los interesados porque esto aumenta su poder, y significa que no pueden ser hechos responsables por sus acciones (en el sentido de que deban rendir cuentas). Y también que el interés propio de los grupos especiales de interesados que desean adquirir legitimación en los círculos del gobierno empresarial para aumentar su influencia en la asignación de los recursos de la empresa los llevará a abogar por el uso de la teoría de los interesados por parte de los directivos.”

⁵¹ Un conocido filósofo de la administración, Charles Handy (2002), apunta: “Hay, primero, una necesidad clara e importante de cumplir con las expectativas de los accionistas, que son propietarios teóricos de la empresa. Sin embargo, lo más apropiado sería llamar a la mayoría de ellos inversionistas, e incluso quizá apostadores. No tienen ni el orgullo ni la responsabilidad que confiere la propiedad, y a decir verdad sólo están ahí por el dinero. Es cierto que si los directivos no consiguen cumplir con sus expectativas financieras el precio de la acción caerá, con lo cual se expone a la empresa a predadores no deseados y se dificultan las posibilidades de encontrar nuevo financiamiento. Pero pensar que las necesidades de los accionistas son el propósito de la empresa es caer en una confusión lógica, que consiste en confundir una condición necesaria con una suficiente. (...) El propósito de un negocio no es obtener ganancias y punto, sino obtener ganancias para que el negocio pueda hacer algo más o mejor. Ese ‘algo’ es lo que verdaderamente justifica el negocio. Los propietarios saben que esto es así; los inversionistas no necesitan preocuparse por ello.”

⁵² El artículo *Value maximization, stakeholder theory, and the corporate objective function* fue publicado en versión definitiva en 2001 por *Journal of Applied Corporate Finance*, y en 2002 por *Business Ethics Quarterly*. Una versión previa fue publicada en 2001 por *European Financial Management Review*, y en 2000 en el libro editado por Michael Beer y Nithan Norhia, *Breaking the Code of Change* (Harvard Business School Press). Por eso puede encontrarse mencionado con distintas referencias, pero el contenido es básicamente el mismo.

Para instancias posteriores de la discusión puede verse Sundaram y Inkpen (2004) y Freeman, Wicks y Parmar (2004).

⁵³ Algunos utilizan en español la expresión literal, y se refieren a una teoría ‘ilustrada’ de los interesados y una maximización ‘ilustrada’ del valor (considerando ‘ilustrado’ no en el sentido de que tenga figuras sino de que es inteligente). Esa palabra puede tener la connotación del ‘despotismo ilustrado’, expresión con la que se caracterizó a las monarquías que procuraban para sí la figura de una aplicación ‘ilustrada’ del poder, siguiendo algunos de los principios enunciados por los pensadores de la Ilustración, especialmente referidos a cuestiones sociales. Parece prudente no evocar con la denominación de la teoría de interesados este tipo de conducción bastante paternalista, porque actualmente la imagen de esta forma de conducción no es muy buena. Además, es mejor evitar esa denominación porque, en un cierto sentido, la figura del despotismo ilustrado se parece demasiado a lo que subyace en la teoría de interesados.

De ahí la importancia del objetivo de maximización de valor, que funciona como un circuito de rendición de cuentas (*accountability*) en ese balance (*trade off*) que efectivamente se hace de los intereses predominantes en cada situación.

En la empresa ese balance funciona como restricciones para el objetivo de maximización del valor para los accionistas (ya que en todo problema de optimización las restricciones son un componente esencial). Pero es una optimización compleja que requiere considerar las interacciones: es estratégica, en un sentido estricto.⁵⁴

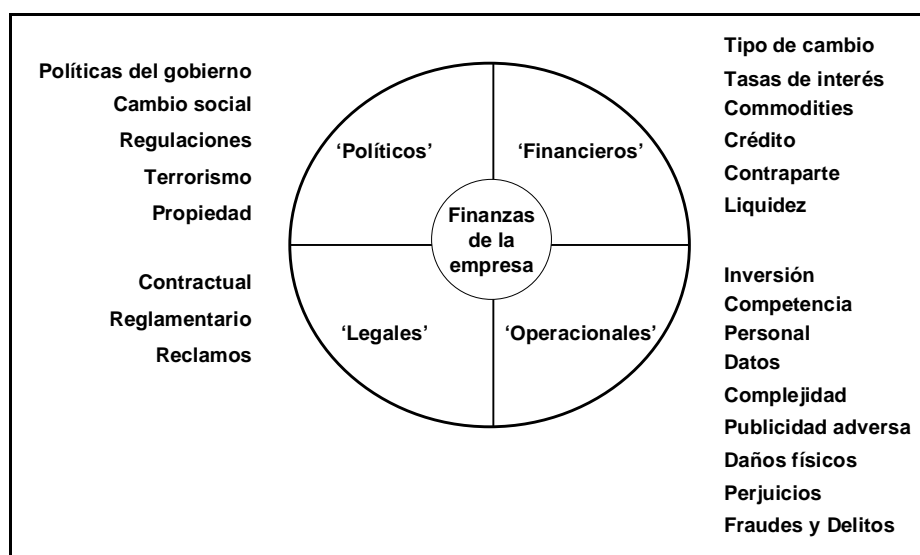
10. Reputación, gobernabilidad y administración de riesgo

En una encuesta a directivos de Canadá una de las respuestas es: “Estamos aprendiendo de las bases de gobernanza y del surgimiento de los estándares de información social y ambiental (a través de Global Reporting Initiative) a sistematizar los temas no financieros. La gobernanza se define ahora de un modo que incluye la administración de riesgo, pero queda la cuestión de qué riesgos se consideran; en el caso de RSE, son los riesgos sociales y ambientales”. (Strandberg, 2005)

Los riesgos que enfrenta una empresa pueden agruparse en políticos, legales, financieros y operacionales (cuadro 11, ver Fornero, 2006). La noción de administración de riesgo inicialmente se refería a los riesgos financieros, y después se ha extendido a todos los aspectos que implican amenaza potencial para el desempeño de la empresa, e incluso también se considera la faz de oportunidades. Por esto la administración integral de riesgo es una función de la dirección que ha derivado, en los años 1990, en un cargo de CRO (Chief Risk Officer) en muchas empresas.

Algunos de los riesgos son transferibles con instrumentos financieros, y otros deben ser manejados de maneras diversas. Puesto que es frecuente la interacción con reguladores y otros públicos los elementos de tamaño y reputación de la empresa tienen un papel importante.

Cuadro 11
Los cuatro tipos de
riesgos de la empresa



⁵⁴ En una nota de 2005 The Economist plantea que muchos enunciados de responsabilidad social empresarial (RSE) son una forma de ataque al capitalismo; y que la respuesta ha sido incluir el concepto de RSE en el propósito 'ampliado' de ganancia de la empresa (podría decirse que esto es algo parecido a la evolución de las nociones sociales 'de izquierda', que 'la derecha' ha incluido en sus programas políticos ampliados).

Imagen y reputación: ganancia incremental vs seguro. Charles Fombrun ha presentado las diversas facetas de la reputación (1996, 1998, 2001). En su definición más comprensiva considera que la reputación empresarial es un activo económico (el capital de reputación), una representación de la empresa (la imagen) y un juicio o evaluación.

Dada la importancia creciente de la noción de reputación para interpretar las decisiones de una empresa, Barnett, Jermier y Lafferty (2006) procuran separar aspectos que suelen mezclarse en las nociones utilizadas. Consideran que la *reputación* empresarial es el juicio que hacen los observadores externos acerca de la empresa. Este juicio puede basarse en la percepción de la *identidad* de la empresa y en impresiones acerca de su *imagen*, pero con frecuencia ocurre como consecuencia de un acontecimiento disparador (*triggering event*), relacionado con acciones visibles o errores de la empresa. La identidad de una empresa puede permanecer estática mientras que su imagen y reputación cambian como resultado de acontecimientos externos.⁵⁵ Y definen: “La reputación empresarial es el conjunto de juicios colectivos de los observadores de una empresa basados en la evaluación de los impactos financieros, sociales y ambientales atribuidos a la empresa a través del tiempo.”

El capital de reputación se acumula con esos juicios a lo largo del tiempo, aumenta y disminuye; y ésta es la cualidad de activo económico e intangible que suele atribuirse a la reputación.

El valor de la reputación se manifiesta tanto en las ganancias como en la protección de los daños que puede ocasionar algún comportamiento o hecho negativo. Es lo que Fombrun, Gardberg y Barnett (2000) denominan ‘oportunidades’ y ‘seguros’ en las actividades que consolidan la reputación de la empresa en aspectos sociales y ambientales sensibles.⁵⁶ En el cuadro 12 se resumen los efectos que consideran.

Esto relaciona la responsabilidad social empresarial con la administración de riesgo. La evaluación concreta del efecto en el valor es compleja, como la de todo seguro. Un seguro tiene un costo, pero reduce la exposición a algún riesgo; por tanto, su efecto en el valor resulta del menor riesgo para los propietarios, aunque lo observable puede ser una menor ganancia (por el costo del seguro).

Además, tal ‘seguro’, obviamente, no es algo contratable sino que resulta de la imagen de la empresa. Las actividades con las que se forma el ‘seguro’ no deben ser vistas como tales por los interesados, ya que esto hace perder parte de, si no todo, el efecto.⁵⁷

⁵⁵ La *identidad* es el carácter central de la empresa. Consiste en “(a) las características que los empleados consideran centrales, (b) las características que hacen a la empresa distinta de otras (a los ojos de los empleados), y (c) las características que son persistentes, relacionando el presente y el pasado con el futuro.” (Fombrun y van Riel, 2004)

La *imagen* son las impresiones generales de los observadores de una empresa (internos o externos) que resultan de diferentes símbolos. La imagen es “lo que viene a la mente cuando se oye el nombre o se ve el logo de una empresa” (Gray y Balmer, 1998).

La transición de la identidad a la imagen es una función de relaciones públicas, marketing y otros procesos organizacionales que intentan formar la impresión que las personas tienen de la empresa. “Una organización puede modelar pero no controlar su imagen, porque hay factores tales como la atención de los medios, las regulaciones gubernamentales, la dinámica del sector y otras fuerzas que influyen en las impresiones asociadas a la empresa.” (Barnett, Jermier y Lafferty, 2006).

⁵⁶ Un estudio de Klein y Dawar (2004) propone que el valor de la responsabilidad social empresarial puede considerarse como una forma de seguro frente a acontecimientos negativos. RSE modera la atribución de culpa por una falla de productos, y por eso puede tener valor para la empresa aunque no aumente de modo inmediato la rentabilidad, ya que ayuda a mitigar los efectos de un acontecimiento dañino.

⁵⁷ En un sentido bastante específico, la imagen y la reputación tienden a ser ‘productos esencialmente laterales’ de las acciones, ya que los efectos buscados no existirán si se trasluce demasiado que esas acciones buscan influir en la imagen que los interesados tienen de la empresa.

Cuadro 12. Consecuencias de las actividades según imagen y reputación de la empresa

	<i>Empresa</i>	
<i>Interesados</i>	<i>Comportamiento positivo (oportunidad de ganancia)</i>	<i>Comportamiento negativo (mitigación de daño)</i>
Empleados	Aumenta el compromiso	Reduce el comportamiento oportunista
Clientes	Mejora la imagen	Reduce las deserciones
Proveedores y asociados	Aumenta la colaboración y la confianza	Reduce las deserciones
Reguladores	Normativa favorable	Reduce la aparición de nuevas normas
Inversores	Reduce el costo de capital	Reduce el potencial abandono
Activistas	Recomiendan los productos	Reduce la amenaza de opiniones negativas o boycott
Comunidad	Clima favorable para los negocios de la empresa	Reduce la amenaza de rechazo
Medios de comunicación	Cobertura favorable	Reduce la amenaza de cobertura negativa

Esto tiene al menos tres consecuencias importantes:

- 1) En los estudios del efecto que tienen en el rendimiento o el desempeño las actividades relacionadas con la responsabilidad social empresarial de la empresa posiblemente sólo se reflejen algunos impactos positivos (cuando existen), y no se tiene en cuenta el efecto del seguro (que es una mitigación de consecuencias negativas de hechos que tal vez nunca se presenten).
- 2) La insistencia cada vez más generalizada en que las actividades sociales y ambientales tienen un efecto económico positivo para la empresa puede socavar en parte el impacto en la reputación, si se generaliza esta percepción en el público.
- 3) Si se entienden también como una forma de aseguramiento muchas inversiones y gastos no se verían como discrecionales, sino como manifestación de una administración sólida.

En un estudio reciente mediante entrevistas a directivos John Peloza (2005) examina los motivos que los decididores consideran para realizar actividades orientadas a aspectos sociales y ambientales (las ‘inversiones en RSE’). Observa que en la evaluación de esas decisiones se consideran tanto sus consecuencias en nuevas ventajas competitivas como la protección de la ventaja competitiva existente mediante el reforzamiento de la imagen, y con eso el aumento del capital de reputación.

“Los entrevistados consistentemente se refieren a sus inversiones RSE como ‘estrategia’.” “Quizá el aspecto dominante en las entrevistas fue el deseo de los directivos de presentar esas inversiones como resultado de un interés propio ampliado de la empresa. ‘Lo vemos como una inversión. Cuando pensamos en algo como una inversión importante en nuestros empleados, o en otros interesados, en primer lugar consideramos que debería ser una inversión buena para nosotros’” (dicen ‘nosotros’ refiriéndose a los que conducen la empresa).⁵⁸

⁵⁸ Peloza destaca el deseo de los entrevistados de mostrarse como siguiendo el ‘interés propio ilustrado’, y no meramente como promotores de actividades socialmente beneficiosas (lo cual puede relacionarse con la ‘justificación racional’ de la filantropía y otras actividades benéficas). Los entrevistados coinciden en el rol de protección que

El estudio también pone de manifiesto que los directivos ven esas inversiones como una forma de seguro amplio, que cubre un rango de amenazas potenciales, más que como protección de alguna amenaza específica que se anticipa. El aspecto reputacional hace que se considere importante mantenerse al nivel de los pares, o superarlos en esos aspectos. Este es el mecanismo por el que actúa la presión de los pares (*peer pressure*).

La búsqueda de un ‘efecto seguro’ en la reputación, justamente por el carácter indirecto de la formación de ésta, hace que la faz de comunicación sea crítica. Los entrevistados por Peloza son altamente conscientes de que las actividades promocionales pueden afectar de modo negativo el efecto reputacional, aunque se capturen las potenciales ganancias inmediatas.

Entonces, la formación y el mantenimiento de la imagen y el consiguiente capital de reputación requiere no sólo manifestar buenas prácticas en la gobernanza y demás facetas de la relación con los interesados, sino especialmente desplegar todas las artes del comportamiento estratégico (en el sentido mencionado en el punto 9) para que se produzca el efecto final.⁵⁹

Los impulsores de Core Ratings. En el punto 7 se mencionó que CoreRatings es una organización que proporciona un análisis de riesgos no financieros. Señala que su metodología se basa en la premisa de que “el efecto financiero de los riesgos no financieros se materializan básicamente en los impulsores de activos intangibles (*intangible asset drivers*) tales como marca, reputación, innovación y capital intelectual, así como en la capacidad de la empresa para anticipar y administrar sus responsabilidades legales y por el cumplimiento de regulaciones”.

Para esto considera siete impulsores de valor:

- 1) Valor de marca (*brand value*): marcas de productos cuyo valor aumenta o disminuye como resultado de cambios en las percepciones de los consumidores
- 2) Valor intangible (*intangible value*): cambios de largo plazo en los intangibles de una empresa, que incluyen reputación, propiedad intelectual y capital organizacional (*goodwill*) relacionado con el nombre u otros atributos
- 3) Reputación derivada (*collateral reputation*): el efecto de las actividades de la empresa en la reputación de proveedores, clientes, financiadores e inversores
- 4) Cumplimiento regulatorio (*regulatory compliance*): capacidad para cumplir las obligaciones regulatorias pasadas, presentes y futuras
- 5) Responsabilidades legales (*legal liabilities*): la exposición de las empresas a acciones individuales o de clase que resultan de sus actividades

buscan con estas actividades (frente a la comunidad o algunos grupos, o bien frente a los cambios en las regulaciones).

⁵⁹ En un artículo de 1995 David Baron plantea que las estrategias empresarias sólidas deberían incorporar elementos de los ambientes de mercado y de ‘no mercado’. “El ambiente de mercado (*market environment*) incluye aquellas interacciones entre la empresa y otras partes que son intermediadas por el mercado o por acuerdos privados. Son interacciones típicamente voluntarias, e involucran transacciones económicas y de cambio de propiedad.”

El ambiente de no mercado (*nonmarket environment*) se caracteriza por interacciones que son “intermediadas por el público, los interesados, el gobierno, los medios, y las instituciones públicas”, interacciones que pueden ser voluntarias (cuando una empresa adopta la política de desarrollar relaciones con los funcionarios públicos) o involuntarias (cuando el gobierno regula una actividad o grupos activistas se dirigen contra alguna manifestación de la empresa).

Baron considera cuatro componentes del ambiente de no mercado: las cuatro *i* (*issues, institutions, interests, information*, temas, instituciones, intereses, información). Las estrategias en este ambiente identifican temas, buscando influir en las instituciones (tales como las regulaciones públicas) y los intereses (de activistas individuales o en grupos) que impulsan esos temas. Y también, mediante la exploración del ambiente, busca descubrir la información disponible acerca de estos diferentes ‘impulsores’. La identificación de los temas relevantes es parte del proceso por el cual la empresa busca situarse a sí misma dentro de las realidades del ambiente de negocios (lo cual es un requisito importante para alinear las estrategias competitivas con los requerimientos del ambiente para un mejor desempeño económico).

- 6) Acceso a habilidades personales: capacidad para atraer y retener, a un precio competitivo, las habilidades necesarias para las operaciones nacionales e internacionales, y de administrar la satisfacción y la productividad de los empleados
- 7) Ventaja competitiva: capacidad de predecir y beneficiarse con cambios en las expectativas de los consumidores y otros interesados, y en la tecnología

El efecto en el valor de la capacidad de la empresa para ganar reconocimiento de sus interesados (internos y externos)⁶⁰ es un tema que ha sido reconocido teórica y prácticamente como el objetivo de buscar una reputación positiva (Swift, 2001). Roberts y Dowling (2002) señalan que una buena reputación es crítica no sólo por su potencial de creación de valor sino también porque su carácter intangible hace más difícil que sea replicada por los competidores.

11. Gobernanza y valor de la empresa

La noción restringida de gobernanza empresarial evoca principalmente las relaciones entre los financiadores externos y quienes administran la empresa. Los mecanismos de gobernanza en este sentido pueden disminuir los costos de agencia entre ambos tipos de interesados. Son mecanismos que se originan en disposiciones legales y en arreglos institucionales o voluntarios (como los códigos de buenas prácticas).

En el desarrollo de la teoría de costos de agencia se han considerado gran cantidad de mecanismos que tienen efecto en el valor: las formas de compensación e incentivos, la estructura de propiedad, la estructura de capital, los sistemas de seguimiento, las disposiciones sobre quiebras, etc., así como al impacto que tienen las características del sistema económico y financiero (estructura de los sectores, del mercado de control societario, del mercado de servicios directivos).

La gobernanza de la empresa en forma amplia, tal como se comentó en el punto 3, considera específicamente el impacto de los procesos de dirección y control y la relación con todos los interesados relevantes para la actividad de la empresa. Por eso también existen efectos en el valor originados en:

- La magnitud de las asimetrías de información (por el grado de transparencia de las decisiones estructurales de la empresa)
- La magnitud del impacto negativo del fraude y la corrupción
- El grado de mejora en las decisiones de la empresa (por las formas de funcionamiento del directorio y la gerencia y su efecto en el desempeño operativo)
- El grado en que se promueve la formación de capacidades específicas para la empresa (que influyen en el denominado capital organizacional)
- El grado en que la empresa puede aprovechar las oportunidades de negocios (por las condiciones en que las opciones reales tienen valor para la empresa)
- La característica de seguro que tiene la reputación
- El riesgo al que está expuesta la empresa, desde la perspectiva de financiadores externos tales como prestamistas o fondos de capital de riesgo, por el modo en que se consideran los aspectos ambientales y sociales⁶¹

⁶⁰ Es lo que Burke y Logsdon (1996) denominan *visibilidad*, una de las cinco dimensiones que plantean para evaluar la contribución de las actividades de responsabilidad social empresarial a la creación de valor (las otras dimensiones son centralidad, especificidad, proactividad y voluntariedad).

⁶¹ Para estos financiadores el riesgo originado en las actividades de la empresa puede ser directo (por un menor valor, debido a efectos ambientales, de los activos que respaldan su capital), indirecto (cambios en la legislación o la conducta de los consumidores debido a consideraciones sociales o ambientales, los que disminuyan la potencialidad de negocios de la empresa), y de la propia reputación del financiador (por el impacto que puede existir en los inversores de los cuales se obtienen los fondos con que financia a las empresas). Scholtens (2006) analiza el modo en que estos ciclos de realimentación pueden impulsar la inclusión de consideraciones ambientales, sociales y éticas en las decisiones de tales financiadores institucionales.

- La evaluación de la empresa que realizan los analistas financieros, según el modo en que consideren las características de su forma de gobierno⁶²
- La calificación de la empresa para los inversores institucionales en el segmento de la 'inversión socialmente responsable' (ISR, *socially responsible investment*, SRI)

Evaluación de la gobernanza en la perspectiva del analista financiero. Con el marco teórico de los impulsores de creación de valor y el objetivo de maximizar el valor para los accionistas Page (2005), en el ámbito de CFA, formaliza los estándares de buen gobierno para que el analista financiero evalúe las características de gobernanza de una empresa. Enuncia quince estándares para la evaluación, que se resumen en el cuadro 13.

Cuadro 13. Estándares para la evaluación de gobernanza en análisis financiero (Page, 2005)

<i>Estándar</i>	<i>Indicadores</i>
1. El poder final en una empresa debe estar relacionado con los accionistas	1.1 Existencia de políticas de inversión y financiamiento orientadas a la creación de valor 1.2 Utilización de criterios de decisión que miden la creación de valor
2. Ningún accionista debe beneficiarse de ventajas especiales	2.1 Cantidad de accionistas 2.2 Porcentaje de derechos de voto que tienen los accionistas principales 2.3 Existencia de un accionista controlante 2.4 Tratamiento y consideración de los accionistas (en particular en términos de acceso a la información)
3. Los accionistas deben aprobar la compensación de los directivos	3.1 Los accionistas tienen el derecho de ejercer su poder sobre la compensación de los directivos, especialmente el derecho de regularla en asambleas o reuniones generales 3.2 el tipo de mecanismos de incentivo utilizados, las condiciones de ejercicio involucradas y, especialmente, la calidad de la información proporcionada a los accionistas referida a este aspecto
4. El directorio debe asegurar el alineamiento de los directivos con los intereses de los accionistas	4.1 Grado de independencia del directorio (cuántos miembros no están relacionados con la dirección) 4.2 Separación entre la posición de máximo directivo (CEO) y el directorio 4.3 Cantidad de miembros del directorio que también son accionistas 4.4 Existencia de mecanismos de protección que benefician a los directivos y reducen el control que puede ejercer el directorio 4.5 Tenencia de acciones por los directivos y miembros del directorio
5. El directorio debe tener acceso a toda la información que requiere para cumplir adecuadamente sus responsabilidades	5.1 Composición del comité de auditoría, sus roles específicos y su forma de funcionamiento 5.2 Minutas del comité de auditoría (qué archivos se envían, cuándo, y cómo se hace el seguimiento de las cuestiones planteadas) 5.3 Diferencia entre la información que tienen los directivos y la que se proporciona a los miembros del directorio

⁶² El instituto de analistas financieros de Estados Unidos (Institute of Chartered Financial Analysts, CFA) tiene diversos estándares normativos, y en el aspecto de gobernanza existe CFA Centre for Financial Market Integrity y Global Corporate Governance Task Force.

Cuadro 13. Estándares para la evaluación de gobernanza en análisis financiero (continuación)

<i>Estándar</i>	<i>Indicadores</i>
6. El directorio debe participar en la definición de la orientación estratégica general de la empresa y debe tener las competencias requeridas para esto	6.1 Experiencia y destreza (experience and expertise) de los miembros del directorio 6.2 Legitimidad, credibilidad y disponibilidad de los miembros del directorio 6.3 Agendas de los miembros del directorio
7. El directorio debe salvaguardar la reputación de la empresa y asegurar que los directivos actúen de una manera consistente con su preservación	No hay otro camino que recabar la opinión de los participantes, ya que la reputación no puede evaluarse preguntando sólo a los directivos qué piensan de sí mismos y de la empresa. Las opiniones de empleados, clientes, proveedores y líderes sociales y económicos son de interés.
8. El directorio debe asegurar que la empresa respete los valores sociales fundamentales	8.1 Existencia de un código de ética o de conducta en la empresa 8.2 Valores en que está basado el código de conducta 8.3 Existencia de mecanismos para asegurar que las reglas éticas son conocidas y respetadas 8.4 Penalidades por violar esas normas
9. La empresa debe comportarse de modo que obtenga la confianza de los participantes en el mercado financiero	9.1 Cantidad y relevancia de la información comunicada por la empresa 9.2 Velocidad con que la información está disponible 9.3 Claridad de la información
10. La empresa debe comportarse de modo que obtenga el respecto de la sociedad	10.1 Conocimiento que tienen los directivos del ambiente legal y regulatorio de la empresa, y grado en que lo respetan 10.2 Existencia de juicios o protestas, sean fundados o no, contra la empresa o sus directivos
11. La empresa debe comportarse de modo que obtenga el respecto de las instituciones políticas	11.1 Participación de la empresa en los procesos de consulta del Gobierno 11.2 Cuán dependiente es la empresa de los programas gubernamentales de asistencia 11.3 Neutralidad política de la empresa
12. La empresa debe comportarse de modo que preserve su credibilidad con los acreedores	12.1 Calidad de la información comunicada a los acreedores 12.2 Cantidad y severidad de las restricciones impuestas por los acreedores
13. La empresa debe comportarse de modo que obtenga la lealtad de sus empleados	13.1 Rotación de empleados 13.2 Cantidad de años promedio de servicio de los empleados 13.3 Porcentaje de las ventas que representa el total de retribuciones a los empleados
14. La empresa debe comportarse de modo que merezca la lealtad de sus clientes	14.1 Existencia de una base de datos de clientes para identificar sus necesidades 14.2 Opiniones de los clientes acerca de la relación precio/calidad 14.3 Reputación de la empresa con los clientes de los competidores
15. La empresa debe tener una relación sólida con sus proveedores	15.1 Grado de diversificación en las fuentes de suministro y dependencia de la empresa de algunos proveedores 15.2 Grado de dependencia de los proveedores 15.3 Antigüedad de la relación con los proveedores

“Los pronósticos de medio y largo plazo para análisis financiero en gran parte involucran la determinación de cuáles negocios serán capaces de superar las inevitables dificultades que encontrarán en el futuro. Para esto un analista debe escarbar debajo de la superficie y evaluar la estructura de toma de decisiones de la empresa y las ventajas competitivas no tradicionales que se basan en su reputación, integridad y compromiso con los interesados; en otras palabras, la calidad de su gobernanza.”

“Podemos pensar en una analogía con el análisis de desastres. Cuando considera cuáles edificios serán menos afectados por una inundación, un tornado o un terremoto el ingeniero señala que son los edificios bien construidos, con adecuado mantenimiento. Para decidir qué edificios encuadran en estos criterios el ingeniero reconoce que no todos los aspectos de un buen edificio son inmediatamente aparentes. De modo similar, cuando evalúa una empresa el analista debe reconocer que puede no ser obvio la magnitud en que existen las condiciones para la creación de valor.” “La lista de estándares es un intento de facilitar el análisis de las fortalezas y debilidades estructurales subyacentes en el sistema de gobernanza de una empresa.”

12. Efecto de las formas y mecanismos de gobernanza: tipos de estudios empíricos

Hay gran variedad de estudios empíricos referidos a los aspectos de la gobernanza empresarial, en el sentido restringido de relación entre financiadores y directivos. Por sus características metodológicas pueden clasificarse en tres tipos.

- 1) *Estudios comparativos (entre países o formas de organización)*. Se consideran los aspectos institucionales diferenciales. En estos estudios los mecanismos de gobernanza son variables *dependientes* que manifiestan las diferencias del ambiente legal⁶³, del ambiente político⁶⁴, y de aspectos sociales o culturales⁶⁵.
- 2) *Estudios del efecto en el valor de algunos elementos de gobernanza (en un país o en varios)*. Se considera que los mecanismos de gobernanza son variables *independientes*. Se busca medir el efecto de algunos factores relacionados con la gobernanza que explicarían las diferencias observables en indicadores financieros. Como indicadores generalmente se considera el valor de la empresa o el rendimiento de mercado, también se utiliza el rendimiento operativo.

Así, se analizan las diferencias en el rendimiento de mercado o en el valor de las empresas según el grado de protección de los accionistas minoritarios y la concentración de la propiedad⁶⁶, la forma de compensación de los directivos⁶⁷, la política de dividendos⁶⁸, o

⁶³ Por ejemplo, los estudios de La Porta, Lopez de Silanes, Shleifer y Vishny (1997, 1998) referidos a las instituciones legales de los países, y de La Porta, Lopez de Silanes y Shleifer (1999) referido a la estructura de propiedad.

⁶⁴ Roe (2003) estudia el impacto de la política en los países desarrollados sobre la forma de organización y conducción de las empresas grandes.

⁶⁵ Por ejemplo, los estudios ya mencionados de Coffee (2001) y Dyck y Zingales (2004) que analizan el efecto del ambiente y las normas sociales en los beneficios del control. También un estudio de McGuire y Gomez (2003) de las variables culturales.

⁶⁶ Un estudio de amplia cobertura es el ya mencionado de Djankov, La Porta, Lopez de Silanes y Shleifer (2006) referido al impacto del control. Lins (2003) analiza el efecto de la concentración de propiedad en 18 mercados emergentes. Klapper y Love (2004), en un estudio de 14 países emergentes, determinan que el efecto en valor de los mecanismos de protección de accionistas al nivel de la empresa son mayores en los países con sistemas legales más débiles.

⁶⁷ Lucian Bebchuk y Jesse Fried analizan el efecto del ‘poder gerencial’ en las variantes de compensación de directivos ligada a los resultados en empresas de Estados Unidos. Consideran que los efectos distan bastante de los beneficios por alineamiento de intereses que enuncia la teoría. Las conclusiones de sus estudios se reúnen en el libro *Pay Without Performance* (2004), y están resumidas en un artículo, Bebchuk y Fried (2005).

⁶⁸ Un estudio comparativo internacional es el realizado por La Porta, Lopez de Silanes, Shleifer y Vishny (2000a).

la composición del directorio⁶⁹. En esta categoría entran los estudios basados en índices de gobernanza, que se comentan en un apartado más adelante.

- 3) *Encuestas de opinión*. Se han realizado estudios para analizar el papel que asignan a la gobernanza los participantes que toman decisiones en las que se manifiesta un valor de la empresa (por ejemplo, financiamiento, adquisiciones, etc.).

Investigación de la opinión de directivos e inversores. Un estudio muy difundido es el que realizó McKinsey en 2002 a directivos e ‘inversores globales’ (que es una ampliación de un estudio similar realizado en 2000). De ahí resulta que se considera que los temas de gobernanza tienen igual importancia que los indicadores financieros.

La mayoría de esos inversores están dispuestos a pagar un poco más por empresas que muestran estándares buenos de gobernanza. La magnitud de ese ‘valor adicional’ varía entre regiones y países. En promedio, en Asia y América Latina, 22%, en Norteamérica y Europa occidental, 13%, en Europa oriental y África, 30%.⁷⁰

Si bien son interesantes como orientación los estudios de opinión suelen reflejar creencias y elementos que tal vez no se relacionan con los efectos en el desempeño de las empresas. Es esperable que estén influidos por la difusión que tienen algunos temas, y sin duda recientemente ha aumentado el énfasis sobre los aspectos de gobernanza.

En 2006 *Global Institutional Investor Study*, realizado por Institutional Investor Services (ISS) con más de 300 inversores institucionales de 18 países, se observa que predomina la perspectiva de que las buenas prácticas de gobernanza implican mejor desempeño y mayor rendimiento de la empresa. Dado este clima, no es sorprendente que, al interrogar acerca de la disposición a reconocer un mayor valor a las empresas con evidencia de buena gobernanza, la respuesta será que sí. Y que esta disposición sea mayor en países con sistemas legales y esquemas normativos más débiles.

Por la multiplicidad de facetas y manifestaciones que tiene la gobernanza tal predisposición puede tener referentes muy diversos, en cuanto a indicadores, momento, etc. Sí muestra que la *imagen* de buena gobernanza de una empresa se considera un factor importante en la valuación (y, por tanto, el impacto como riesgo de un daño en la reputación como consecuencia de hechos que funcionen como disparadores).

Estudios estadísticos basados en indicadores combinados. Muchos estudios del tipo 2 se realizan considerando una calificación según la presencia de mecanismos de gobernanza, lo cual se refleja en un puntaje para la empresa.

Gompers, Ishii y Metrick (2003) analizan el efecto de los mecanismos de gobernanza en el valor durante los años 1990 aplicando la noción de un índice de gobernanza para analizar el efecto en el valor de la empresa. Para su Governance Index consideran 24 especificaciones usuales (variables de gobernanza) que implican diferentes restricciones de derechos de los accionistas frente al directorio (según la evaluación de Investor Responsibility Research Center). Es decir, buscan identificar el efecto del balance de poder entre accionistas y directores.

⁶⁹ Peng (2004) estudia el efecto de los cambios en la composición del directorio (incorporación de directores externos) en empresas chinas. De modo interesante, destaca que el efecto es positivo si se considera el crecimiento de las ventas, pero que prácticamente no existe efecto en un indicador como la medida de rendimiento patrimonial (ROE). Del mismo modo, en dos estudios del efecto de la estructura de propiedad y de la dirección (en empresas pequeñas y grandes de Estados Unidos) se observa que la existencia de directores independientes no tiene efectos significativos en la magnitud de los costos de agencia (Ang, Cole y Lin, 2000; Singh y Davidson, 2003).

⁷⁰ Pueden verse comentarios de los resultados en McKinsey Emerging Market Investor Opinion Survey 2001, McKinsey Director Opinion Survey on Corporate Governance 2002, McKinsey Global Investor Opinion Survey 2002, Felton (2004)

En su muestra de 1.500 empresas de Estados Unidos observan que las empresas con derechos más sólidos de los accionistas tienen mejor desempeño.⁷¹

En 1997 La Porta, Lopez de Silanes, Shleifer y Vishny ya utilizaron un índice para evaluar los efectos del control, el cual es ampliado en la investigación de Djankov, La Porta, Lopez de Silanes y Shleifer (2006) (ambos estudios ya fueron mencionados en el punto 4).⁷²

Las características utilizadas por Gompers, Ishii y Metrick reflejan una calificación abarcadora de varios mecanismos de gobernanza, y esta forma de considerar el problema tiene consecuencias prácticas. A partir de esta noción se desarrollan los coeficientes de gobernanza mencionados en el punto 7 (Corporate Governance Quotient, CGC, de ISS, y Corporate Governance Score, CGS, de Standard & Poor's).⁷³

Estas calificaciones, a su vez, permiten una aproximación a factores de riesgo de gobernanza en los rendimientos de mercado. Por ejemplo, Finger (2007), con la lógica de RiskMetrics, muestra que el factor gobernanza comienza a tener un efecto discernible como contribución a la volatilidad de los rendimientos (en un conjunto de 5.000 empresas de Estados Unidos, utilizando la calificación de ISS).⁷⁴

Es importante recordar, no obstante, que este modo de analizar los efectos de la gobernanza en el desempeño financiero supone que los mecanismos de gobernanza son variables indepen-

⁷¹ También con la información de IRRC Bebchuk, Cohen y Ferrell (2004) analizan el efecto de un 'índice de atrincheramiento' (*entrenchment index*) y observan una relación monótonamente inversa entre este índice y el valor de mercado de la empresa.

⁷² En un estudio de Chhaochharia y Laeven (2007) se realiza una comparación de 30 países en el período 2003-2005 para analizar el efecto de las prácticas de gobernanza en el valor de la empresa. Consideran las observaciones a nivel país y empresa (en comparación con el promedio del sector en cada país), con un 'índice de gobernanza' que pondera ocho aspectos: 1) diferencias en los derechos de voto según clase de acciones, 2) votación acumulativa, 3) mayorías especiales para fusiones, 4) mayorías especiales requeridas además de las establecidas por reglamentación del país, 5) directorios débiles, 6) posibilidad de que los accionistas actúen por acuerdos explícitos, 7) si los accionistas pueden llamar a asambleas especiales, y 8) si la empresa tiene especificaciones para evitar cambios en la dirección o tomas de control.

Observan que las diferencias en ese índice de gobernanza explican una gran parte de la variación entre países, y que la adopción de prácticas más allá de los requerimientos de las regulaciones tiene un efecto positivo en el valor. "La inversión en empresas con puntuación relativamente alta de gobernanza ha generado rendimientos más altos. Una cartera, mantenida durante dos años, de empresas con puntuación por encima de la mediana de la puntuación de gobernanza tuvo un rendimiento de 19%, y la cartera de empresas con puntuación por debajo de la mediana tuvo un rendimiento de 13%."

⁷³ Brown y Caylor (2004) desarrollan un 'puntaje de gobernanza' (Gov-Score) con 51 factores en ocho categorías: auditoría, directorio, protección de tomas de control (takeovers), educación de los directivos, compensación de ejecutivos y directores, propiedad, prácticas más avanzadas y tipo de sociedad. Para ellos el índice de Gompers, Ishii y Metrick (G-Index), es limitado porque se concentra principalmente en las provisiones frente a tomas de control. Con la información de ISS observan que en 2002, en una muestra de más de 2.300 empresas de Estados Unidos, las empresas con mejor gobernanza son más rentables y tienen mayor valor. Y que los aspectos considerados de la compensación de ejecutivos y directores son los más relacionados con el buen desempeño, mientras que los aspectos vinculados a medidas de protección frente a tomas de control están muy relacionados con un mal desempeño.

⁷⁴ La existencia de un mayor rendimiento que compensa el riesgo atribuible a la gobernanza se puede observar considerando carteras (adecuadamente corregidas por tamaño y otros factores). Sin embargo, no es clara la característica sistemática de este riesgo (en el mercado de un país). Hay estudios que parecen mostrar la existencia de ese adicional, tanto en Estados Unidos como en otros países desarrollados, pero esto puede atribuirse a otras características.

Por ejemplo, Aman y Nguyen (2007) estudian el impacto en empresas japonesas y señalan: "La cartera de empresas bien gobernadas tuvo un rendimiento significativamente menor que la de empresas con gobernanza débil. Esencialmente esto resulta de la mayor valuación de las empresas bien gobernadas. Al ajustar los rendimientos por el tamaño y la relación valor contable/valor de mercado (que generalmente se interpreta como indicador de tensión relativa) los rendimientos en exceso son insignificantes entre las carteras ordenadas por gobernanza. Por esto, la evidencia indica que las implicaciones de una gobernanza sólida, en términos de un menor riesgo y un desempeño mejor, están adecuadamente reflejadas en los precios de mercado, y por eso la selección basada en calificaciones de gobernanza sólo puede generar un rendimiento en exceso insignificante."

dientes. Gompers, Ishii y Metrick señalan: “Hay alguna evidencia de que en los años 1990 una gobernanza débil causa un desempeño financiero pobre. También es posible que estos resultados estén afectados por algunas características no observables de la empresa.”⁷⁵

Efecto de la endogeneidad de los mecanismos de gobernanza. Diversos estudios desde los años 1980 observan que los mecanismos de gobernanza son determinados de modo endógeno. Por esto los estudios empíricos de gobernanza deben resolver muchas dificultades en la identificación de los elementos a considerar, el control de características, y el modelo de relaciones. Hermalin y Weisbach (2003) señalan que “los estudios están plagados con el problema usual de endogeneidad conjunta”.⁷⁶

Al considerar los efectos en el valor y los rendimientos de mercado como consecuencia de los mecanismos de gobernanza es necesario tener en cuenta el impacto del desempeño en las expectativas de analistas e inversores. Y también que las características de gobernanza de las empresas se van modificando, lo cual produce su impacto en las expectativas. De modo similar, la difusión de los índices y calificaciones también cambia la forma en que se considera ese aspecto de la empresa.

Core, Guay y Rusticus (2006) comentan que la relación observable entre gobernanza débil y bajo desempeño operativo no implica una ‘sorpresa’ para inversores y analistas (teniendo en cuenta los pronósticos de los analistas); concluyen que la relación con el desempeño operativo no implica causalidad en el rendimiento de mercado de las acciones.

En el mismo sentido, Bhagat y Bolton (2007) muestran que los índices de gobernanza utilizados por Gompers, Ishii y Metrick (2003) y Bebchuk, Cohen y Ferrell (2004), ya mencionados, señalan una correlación positiva significativa entre la forma de propiedad, el directorio y el desempeño operativo. Pero que ninguno de esos indicadores de gobernanza se relaciona con el desempeño futuro de las acciones en el mercado. “En varias instancias las inferencias acerca de la relación entre el desempeño (en el mercado de acciones) y la gobernanza depende de si se tiene en cuenta o no la naturaleza endógena de la relación entre ambas.”

Chidambaran, Palia y Zheng (2007) procuran resolver estos problemas mediante el análisis de los cambios en los indicadores de gobernanza en el período 1991-2002, con un criterio de formación de muestras que permita discriminar según el desempeño que las empresas estaban teniendo antes del cambio.

Los resultados son que no hay una relación de causalidad identificable entre el cambio (positivo o negativo) en los indicadores de gobernanza y el desempeño de la empresa. “No hay diferencias significativas en el desempeño de la empresa entre las que tuvieron cambios buenos de gobernanza y las que tuvieron cambios malos. Dado que las empresas con cambios buenos en la gobernanza y con cambios malos en la gobernanza muestran efectos significativos en el desempeño, uno podría concluir incorrectamente que los cambios en gobernanza llevan a cambios en el desempeño, si el análisis se restringe sólo a los cambios buenos o a los cambios malos.”

Observan que las empresas introducen cambios para llevar su ‘nivel de gobernanza’ más cerca del nivel medio en su sector, y que los cambios se relacionan con otras características (posición en el sector, crecimiento, nivel de gastos discrecionales, etc.) más que con el desempeño. “Los cambios en gobernanza observados son endógenos. Puesto que la decisión de acercarse a las normas del sector y los cambios en las características de la empresa impulsan los cambios

⁷⁵ Este es el problema de la interpretación causal de la correlación. Cuando hay características no consideradas en el estudio (como puede ser el desempeño anterior o la situación de los mercados), la correlación entre un elemento de gobernanza (por ejemplo, la composición del directorio) y el desempeño financiero puede ser espuria (en el sentido de que no representa una relación causal), ya que ambos realmente dependen de esas otras características.

⁷⁶ Coles, Lemmon y Meschke (2007) plantean un modelo estructural que refleja las decisiones de forma de propiedad, de compensación a directivos y de inversión, a fin de evitar los problemas de endogeneidad en los estudios empíricos.

observados en gobernanza, no es sorprendente que estos cambios no produzcan un efecto en el desempeño.”

Consecuencias. En los últimos años se han realizado numerosos estudios empíricos de los efectos de la gobernanza en el desempeño. Abarcan desde el análisis comparativo de las características institucionales (leyes, políticas, normas sociales) hasta la identificación de relaciones posiblemente causales, considerando indicadores de gobernanza en forma comparativa entre países o en un país.⁷⁷

De un modo u otro estos estudios pueden ser la base para motivar la introducción de cambios en aspectos, legales, regulatorios, o voluntarios en las empresas. La formulación de códigos de buenas prácticas (comentada en el punto 5) es parte de este movimiento. Y también la conclusión de que algunas características del modelo de gobernanza anglo-sajón (ver punto 4), más orientado a los accionistas que otros modelos, pueden ser positivas.⁷⁸ Esta perspectiva que tienden a adoptar los reguladores, en cada país e internacionales, puede no tener tanto fundamento, tal como surge de otros estudios mencionados en los apartados anteriores.

Marc Georgen (2007) señala que tales iniciativas pueden ser positivas, ya que “la evidencia sugiere que las actitudes de los directivos necesitan un cambio, y que deben dar más peso a los asuntos de los accionistas”. Pero, por otra parte, “hay muy poca evidencia acerca de los beneficios y los defectos de los sistemas alternativos de gobernanza. La evidencia de si hay un sistema óptimo de gobernanza empresarial y de si tal sistema ya existe en algún país no es concluyente. El movimiento en una dirección en particular puede ser prematuro. Mi investigación sugiere que cambios muy similares en la regulación pueden tener resultados muy distintos según la estructura de propiedad y control que prevalece en un país determinado.”

13. Efecto de la ‘responsabilidad social’ en el desempeño financiero

Se han realizado numerosos estudios para considerar el impacto de las manifestaciones de responsabilidad social de las actividades de la empresa (RSE) en el desempeño.⁷⁹

Algunos se orientan directamente a considerar los efectos en el rendimiento (la ganancia), sea con mayores ventas (reacciones favorables de los consumidores) o por menores costos (ahorro de costo de energía, mayor productividad de empleados conformes).

Otros estudios enfocan el efecto en el valor, originado en una mejor reputación (que se traslada a mejores perspectivas de largo plazo para los inversores), o en las expectativas de crecimiento que se manifiestan en el valor de mercado. O bien en la disuasión de algunas actividades

⁷⁷ Además de los estudios de empresas en Estados Unidos ya ejemplificados se han realizado estudios para numerosos países: Canada, Reino Unido, Europa (también de los países recientemente incorporados a la Unión), Japón, China, India, Pakistan, Singapur, Hong Kong, Tailandia, Indonesia, países árabes y latinoamericanos. Por su parte, Morck y Steier (2005) resumen una cantidad de estudios de gobernanza referidos a Alemania, Canadá, China, Estados Unidos, Francia, Japón, India, Italia, Países Bajos, Reino Unido y Suecia donde subrayan la importancia de la trayectoria en cada caso (*path dependence*), y destacan el papel de la ideología, los grupos de negocios, los trasplantes institucionales y la política en la evolución institucional y el desarrollo financiero.

⁷⁸ Young (2003) apunta que “desde la ola de escándalos empresarios se ha desarrollado un consenso acerca de la importancia del buen gobierno para las empresas y los países. Las empresas están bajo más presión que nunca antes para adoptar las mejores prácticas de gobernanza, y para convencer a los inversores de que su gobernanza es responsable. El camino fácil puede ser simplemente adoptar un modelo ‘de talla único’ (*one-size-fit-all model*), y ciertamente algunas características (como los comités independientes en el directorio) tienen sentido entre diversas empresas. Pero la investigación académica muestra que no hay una ‘bala mágica’ en la gobernanza, y que no hay sustituto para un análisis contextual cuidadoso.”

⁷⁹ El encuadre y las variedades de responsabilidad social empresarial pueden verse en Zicari (2007). Un panorama de la perspectiva del analista en Gosselin (2006).

de regulación. Este sería el impacto de RSE en esa parte del ‘capital organizacional’ y del capital de reputación de la empresa.⁸⁰

Los estudios empíricos de la relación entre el ‘desempeño social’ y el ‘desempeño financiero’ de la empresa (*social performance-financial performance*) son tan variados en cuanto a su alcance, metodología y resultados que también se han realizado estudios meta-analíticos, para obtener las posibles pautas comunes en los resultados de un conjunto de estudios.⁸¹

No se comentan algunos de esos resultados porque no es la finalidad planteada en este ensayo. En forma general tienen diversos problemas, tanto de endogeneidad como de control de los factores de valuación en el mercado financiero.

Sí parece interesante mencionar los resultados de otro tipo de análisis, que consiste en identificar el efecto en el rendimiento financiero de diferentes actividades de RSE.

Bird, Hall, Momenté y Reggiani (2007) utilizan las puntuaciones de KLD Research & Analytics de empresas de Estados Unidos para cada tema social. Esta puntuación se establece como positiva (fortalezas ‘*strenghts*’) y negativa (debilidades, ‘*concerns*’). El estudio considera cinco tipos de actividades: relacionadas con la comunidad, con la diversidad, con los empleados, con el ambiente y con el producto. Y apunta a establecer el efecto en el valor de la empresa (con datos del período 1991-2003).

El principal problema en las actividades de RSE consiste en evaluar el impacto cuando la actividad implica un conflicto entre la perspectiva de los accionistas y la de otros interesados. En estos casos los directivos deben decidir entre

- Actuar según los resultados favorables para los demás interesados en la empresa, o
- No tener en cuenta esos intereses, sino los de los accionistas (lo cual implica que los interesados pueden dirigirse a otras instancias, por ejemplo, el gobierno, para que realice un cambio de reglas que los proteja)

Una relación positiva entre una puntuación como fortaleza y el rendimiento de las acciones, o una relación negativa entre una puntuación como debilidad y el rendimiento de las acciones, implica que no hay conflicto entre un tipo particular de actividad de RSE y la maximización del valor para los propietarios. Relaciones inversas a éstas implican conflicto entre ambos criterios.

Al analizar estadísticamente el efecto en el valor Bird *et al* determinan que el único conflicto aparece cuando la empresa realiza una sobre-inversión en los aspectos ambientales. Una empresa ‘proactiva’ en relación con los empleados (que procura ser ‘un buen empleador’) es un aspecto que el mercado financiero recompensa. Pero ser proactivo en cuestiones ambientales tiene un impacto negativo en el valor de mercado.

En los otros aspectos el efecto de ser proactivo o simplemente cumplir los requerimientos (sean regulatorios o bien ‘normas’ de la comunidad) tiene un efecto neutral en el valor. Esto puede ser un indicador de una cierta indiferencia con respecto a temas que, por otro lado, a veces se identifican como ‘prioridades sociales’ en aumento.

⁸⁰ Ya se mencionó (punto 10) que un efecto en el valor resulta del papel de la reputación como un seguro. En el estudio mencionado de Peloza (2005) se explora el alcance de este ‘seguro’. Con una serie de entrevistas a directivos identifica los dos temas principales relacionados con la estrategia y los motivos que subyacen en la administración de la reputación y la RSE: 1) El motivo dual de obtener mayores ganancias con las actividades de RSE, y de tener una protección del desempeño financiero por medio de los efectos de reputación; 2) La delicada cuestión de la promoción de las actividades de RSE de las empresas, y se pone más énfasis en administrar el potencial daño de las actividades promocionales que en buscar que aparezcan las ganancias adicionales.

Los entrevistados coinciden en el rol de protección que buscan con estas actividades (frente a la comunidad o a algunos grupos, o bien frente a los cambios en las regulaciones).

⁸¹ El meta-análisis más conocido es de Orlitzky, Schmidt y Rynes (2003).

14. Gobernanza en las empresas de menor tamaño

Los estudios muestran que hay una gran diversidad de aspectos que influyen en la forma de gobernanza que predomina en un país, y en las decisiones que llevan a cambios en algunos mecanismos de gobernanza. Las caracterizaciones de ‘buenas prácticas’ de gobernanza parecen relacionarse más con las empresas que cotizan sus acciones, o que son relativamente grandes. Los estudios empíricos suelen basarse en el valor o el rendimiento de mercado.

En la noción restringida de gobernanza predomina el enfoque de costos de agencia, que se manifiesta en recomendaciones acerca de la estructura del directorio y la propiedad, las retribuciones a los directivos y empleados, y la información.

Muchos de estos temas y mecanismos de gobernanza pueden llegar a considerarse no relevantes en las empresas de menor tamaño (pequeñas y medianas empresas, PYMEs, *small and medium-size enterprises*, *SMEs*) y/o de propiedad familiar o cerrada. Incluso se puede decir que existiría una cierta aversión a “cualquier cuerpo controlador dentro de la empresa”, lo cual se funda tanto en la reticencia a la formalización y a brindar información como en ‘el mito del buen emprendedor’ que no necesita regulaciones burocráticas. (Steger, 2004)

La inclusión de mecanismos de gobernanza como los que se suele recomendar lleva a un mayor costo de funcionamiento, e implica límites a la discrecionalidad interna de la empresa. Esto se compensa, en las apelaciones para la adopción de las ‘buenas prácticas’, en los beneficios que derivan de ellas. Beneficios que se relacionan con un mejor encuadre de la empresa desde la perspectiva de los financiadores (y de los participantes intermedios, como reguladores, organizaciones de evaluación, etc.) y con la mejora del desempeño efectivo (y su impacto en el capital organizacional).⁸²

De ahí que, en relación con este tipo de empresas, se tiende a analizar:

- Los mecanismos que pueden considerarse ‘mejores prácticas’, lo cual afecta el marco con que se evaluarán las prácticas de la empresa (con la perspectiva externa)
- La relación que existe entre algunos mecanismos de gobernanza y el desempeño de las PYMEs

Andrew Clarke (2006) critica el enfoque de las disposiciones legales y los códigos ‘de un solo taller’ (con referencia a la situación en Australia, pero que es bastante generalizable), que implican un sistema de requisitos legales y estándares de ‘buenas prácticas’ que parece sobrecargado para las PYMEs.

El habitual solapamiento de propiedad y dirección en tales empresas requiere enfatizar no tanto los elementos que devienen de la separación de ambas (típica del enfoque de costos de agencia), sino aquellos que contribuyen a la efectividad de las decisiones:

- miembros externos en el directorio, con experiencia y disponibilidad de tiempo suficientes
- sistema de administración de riesgo (que incluye la información interna y de costos)
- planeamiento de la sucesión directiva
- administración de recursos humanos
- funciones definidas de comunicación con los interesados (stakeholders)

⁸² En los enunciados de la OECD (2004) se señala: “La gobernanza empresarial trata de los derechos y las responsabilidades de la dirección de una empresa, su directorio, accionistas y diversos interesados. Cuán bien las empresas funcionan afecta la confianza del mercado así como su desempeño. Una buena gobernanza empresarial es también esencial para las empresas que quieren acceder al capital, y para los países que quieren estimular la inversión del sector privado. Si las empresas funcionan bien, prosperarán. Esto a su vez las capacitará para atraer inversores, cuyo apoyo puede ayudar a financiar el crecimiento rápido. Una deficiente gobernanza, por otra parte, debilita el potencial de una empresa y, en el peor de los casos, puede preparar el terreno para las dificultades financieras, y aún el fraude.”

Pero en las enunciaciones y en los estudios “parece existir alguna confusión entre las funciones o procesos de gobernanza empresarial (por ejemplo, decisiones y seguimiento) y las entidades estructurales dentro o fuera de la organización que pueden contribuir a esas funciones (directorio, propietarios, auditores externos)”. (Uhlener, Wright y Huse, 2007)

En este sentido se puede considerar un elemento común a todos los enunciados de ‘buenas prácticas’: la referencia al directorio de la empresa. Sin embargo, en un estudio de casi 1.500 empresas con hasta 99 empleados en Holanda se muestra que sólo el 3% tiene un directorio que funcione como tal; y la proporción es menos de un tercio en las empresas que están en el estrato entre 50 y 99 empleados. Pero otros estudios de empresas con menos empleados (hasta 30, en Noruega) llegan a conclusiones positivas acerca de ‘la contribución del directorio a las decisiones estratégicas’.⁸³

Si los resultados empíricos de gobernanza son a veces difíciles de considerar por las variables contextuales y la endogeneidad (ya comentadas en el punto 12), en las empresas de menor tamaño se suma el importante efecto del ciclo de vida y de la variedad de situaciones de propiedad y financiamiento.

15. Gobernanza empresarial: Evaluar, comunicar y enseñar

En su sentido amplio la gobernanza implica diversos aspectos institucionales, financieros y organizativos, que se relacionan con atributos de la empresa (tamaño, etapa del ciclo de vida, propiedad, tipo de sector) y del ambiente (político, jurídico y financiero).

En una comunicación acerca de la enseñanza de estos temas Huse y Landström (2002) señalan: “Es importante comprender el mapa de stakeholders de una empresa para entender el papel del directorio y la gobernanza. ¿Quiénes son los propietarios, cuáles son sus características, qué relaciones existen entre ellos? ¿Cuál es la relación entre propietarios mayoritarios y minoritarios? ¿Cuáles son los roles de los diferentes tipos de inversores institucionales y capitalistas de riesgo? Los interesados externos son más que los accionistas con derecho a voto; pueden definirse como interesados financieros (propietarios), económicos y ambientales. El papel de los grupos de interesados con frecuencia se estudia en disciplinas diferentes, como finanzas, comercialización y ciencia política, y en teoría su poder se basa en diferentes derechos. La práctica muestra, sin embargo, que los límites entre estos varios tipos de poder no son claros.”

El contenido institucional de la gobernanza (instituciones jurídicas y económicas) hace que sea muy importante sistematizar los factores que influyen en la configuración de los mecanismos, y eso es lo que vienen procurando los estudios comparativos del marco legal, regulatorio y económico.

Las decisiones estructurales de la empresa referidas a su propiedad y organización tienen consecuencias financieras, las que se manifiestan tanto en la perspectiva de analistas, inversores y financiadores como en el desempeño económico propiamente dicho.⁸⁴

El conocimiento de los temas de gobernanza (institucionales y técnicos) es necesario para considerar estas decisiones, y para la evaluación del desempeño de la empresa y la valuación de los negocios. En este conocimiento puede ponerse el énfasis en lo deseable genérico (los códigos de buenas prácticas, los enunciados de conducta empresarial) o bien en la faz más instrumental de diagnóstico del entorno y la elección de elementos comunicacionales.

⁸³ Gabrielsson y Huse (2004) identifican diversos roles de los directores externos en las PYMEs (entendiendo por externo quienes no son directivos contratados ni miembros de la familia), tanto en empresas estrictamente familiares como las que son financiadas por capital de riesgo: equilibradores, contactos, contratación de personal clave, reducción de asimetrías de información entre los socios, seguimiento y control para los financiadores (*venture capital*)

⁸⁴ En los temas de gobernanza hasta puede haber alguna congruencia entre la calificación de la gobernanza, la evaluación de los analistas e inversores, y el desempeño efectivo de la empresa.

Hay estudios empíricos (referidos a mecanismos de gobernanza, actividades de RSE y demás) cuyos resultados pueden utilizarse como apoyo fáctico para enfatizar una u otra cosa.

Al considerar una panorámica de los efectos que puede tener la gobernanza en el valor de la empresa, tal como la que se ha presentado aquí, uno puede quedarse con la impresión de que al configurar la gobernanza hay un amplio rango para elegir el 'ser', pero que el rango para un 'parecer' que sea ventajoso tiende a estrecharse, por la difusión de conceptos y estándares de buenas prácticas.

La faz de comunicación, centrada en la construcción de la imagen, actualmente es, no digamos algo imprescindible, pero sí muy necesario para obtener buenos resultados. Las varias 'capas' que median en el reconocimiento del valor de la empresa son básicamente una función de información, de indicadores y de indicios. Y ahí actúan los estándares aceptados y los consensos profesionales.

Ya que la gobernanza es un ejercicio en un ámbito práctico y normativo no se puede descuidar la importancia de la comunicación para la formación de imagen y el efecto en la reputación. En estos aspectos no hay que considerar que 'parecer' es sólo una alternativa: tiende a ser una expectativa que debe satisfacerse, cualquiera sea su sustrato real. Podría decirse que es aplicable también a este tema la variante comunicacional del precepto de Galeno 'primum non nocere' ('ante todo, no dañar'): 'ante todo, parecer'.

REFERENCIAS

- Aguilera, Ruth V. y Cuervo-Cazurra, Alvaro, Codes of good governance worldwide: What is the trigger?, *Organization Studies*, 2004
- Aman, Hiroyuki y Nguyen, Pascal, Do stock prices reflect the corporate governance quality of Japanese firms?, *Working paper*, 2007
- Ang, James S., Cole, Rebel A. y Lin, James Wuh, Agency costs and ownership structure, *Journal of Finance*, 2000
- Apreda, Rodolfo, The semantics of governance. The common threat running through corporate, public, and global governance, *CEMA Working Paper*, 2003
- Atanasov, Vladimir, Black, Bernard, Ciccotello, Conrad S. y Gyoshev, Stanley B., How does law affect finance? An examination of financial tunneling in an emerging market, *Working paper*, 2007
- Barber, Brad M., Monitoring the monitor: Evaluating CalPERS' activism, *Working paper*, 2006
- Barnett, Michael L., Falling off the fence? A realistic appraisal of a real options approach to corporate strategy, *Journal of Management Inquiry*, 2003
- Barnett, Michael L., Jermier, John M. y Lafferty, Barbara A., Corporate reputation: The definitional landscape, *Corporate Reputation Review*, 2006
- Barnett, Michael L. y Salomon, Robert M., Beyond dichotomy: The curvilinear relationship between social responsibility and financial performance, *Strategic Management Journal*, 2006
- Baron, David P., The nonmarket strategy system, *Sloan Management Review*, 1995
- Bebchuk, Lucian, Cohen, Alma y Ferrell, Allen, What matters in corporate governance?, *Harvard Law School Olin Discussion Paper*, 2004
- Bebchuk, Lucian A. y Fried, Jesse M., *Pay Without Performance: The Unfulfilled Promise of Executive Compensation*, Harvard University Press, 2004
- Bebchuk, Lucian A. y Fried, Jesse M., Pay without performance: Overview of the issues, *Journal of Applied Corporate Finance*, 2005
- Beck, Thorsten, Demirgüç-Kunt, Asli y Levine, Ross, Law, politics, and finance, *World Bank Policy Research Working Paper*, 2002
- Beck, Thorsten, Demirgüç-Kunt, Asli y Levine, Ross, Law and finance: Why does legal origin matter?, *Journal of Comparative Economics*, 2003
- Bhagat, Snajai y Bolton, Brian, Corporate governance and firm performance, *Working paper*, 2006
- Bird, Ron, Hall, Anthony, Momenté, Francesco y Reggiani, Francesco, What corporate social responsibility activities are valued by the market?, *Journal of Business Ethics*, 2007

- Black, Bernard, The core institutions that support strong securities markets, *Business Lawyer*, 2000 (*Stanford Law School Working paper*)
- Bondy, Krista, Matten, Dirk y Moon, Jeremy, MNC codes of conduct: CSR or corporate governance, *ICCSR Research Paper*, 2006
- Brown, Lawrence D. y Caylor, Marcus L., The correlation between corporate governance and firm performance, *Institutional Shareholder Services White paper*, 2004
- Burke, Lee y Logsdon, Jeanne M., How corporate social responsibility pays off, *Long Range Planning*, 1996
- Chatterji, Aaron K., Levine, David I. y Toffel, Michael W., Do corporate social responsibility ratings predict corporate social performance?, *Working paper*, 2007a
- Chatterji, Aaron K., Levine, David I. y Toffel, Michael W., How well do social ratings actually measure corporate social responsibility?, *Working paper*, 2007b (a publicar *Journal of Economics and Management Strategy*)
- Chhaochharia, Vidhi y Laeven, Luc, The invisible hand in corporate governance, *Finance Working Paper ECGI*, 2007
- Chidambaran, N.K., Palia, Darius y Zheng, Yudam, Does better corporate governance 'cause' better firm performance?, *Working paper Rutgers Business School*, 2007
- Andrew Clarke, SMEs and corporate governance: Politics, resources and trickle-down effects, *Corporate Law Teachers' Association Conference, University of Queensland*, 2006
- Coffee, Jr., John C., Do norms matter?. A cross-country examination of the private benefits of control, *University of Pennsylvania Law Review*, 2001
- Coffee, Jr., John C., The acquiescent gatekeeper: Reputational intermediaries, auditor independence and the Governance of Accounting, *Columbia Law School Working paper*, 2001
- Coffee, Jr., John C., Gatekeeper failure and reform: The challenge of fashioning relevant reforms, *Columbia Law School Working paper*, 2003
- Coles, Jeffrey, Lemmon, Michael y Meschke, Felix, Structural models and endogeneity in corporate finance: The link between managerial ownership and corporate performance, *MPRA Working paper*, 2007 (la primera versión es de 2002)
- Core, John E., Guay, Wayne y Rusticus, Tjomme O., Does weak governance cause weak stock returns? An examination of firm operating performance and investors' expectations, *Journal of Finance*, 2006
- Crane, Andrew, Corporate greening as amoralization, *Organization Studies*, 2000
- Davis, Gerald, New directions in corporate governance, *Annual Review of Sociology*, 2005
- DiMaggio, Paul J. y Powell, Walter W., The iron cage revisited: Institutional isomorphism and collective rationality in organizational fields, *American Sociological Review*, 1983
- Djankov, Simeon, McLeish, Clara, Nenova, Tatiana y Shleifer, Andrei, Who owns the media?, *NBER Working Paper*, 2001 (*Journal of Law and Economics*, 2003)
- Djankov, Simeon, La Porta, Rafael, Lopez de Silanes, Florencio y Shleifer, Andrei, The law and economics of self-dealing, *Working paper*, 2006 (a publicarse en *Journal of Financial Economics*, 2008)
- Donaldson, Thomas y Preston, Lee E., The stakeholder theory of corporation: Concept, evidence and implications, *Academy of Management Review*, 1995
- Dyck, Alexander y Zingales, Luigi, The corporate governance role of the media, *NBER Working Paper*, 2002
- Dyck, Alexander y Zingales, Luigi, Private benefits of control: An international comparison, *Journal of Finance*, 2004
- Equator Risk and sustainability*, Project Finance International, Yearbook 2004
- Felton, Robert, What directors and investors want from governance reform, *The McKinsey Quarterly*, 2004
- Finger, Christopher, Language of risk, *RiskMetrics Research*, 2007
- Fombrun, Charles J., *Reputation: Realizing Value from the Corporate Image*, Harvard Business School Press, 1996
- Fombrun, Charles J., Corporate reputation, en *Blackwell Encyclopedic Dictionary of Organizational Behavior*, 1998
- Fombrun, Charles J., Corporate reputation as economic assets, en *The Blackwell Handbook of Strategic Management*, 2001
- Fombrun, Charles J., Gardberg, Naomi y Barnett, Michael, Opportunity platforms and safety nets: Corporate citizenship and reputational risk, *Business and Society Review*, 2000

- Fombrun, Charles J. y van Riel, Cees B. M., The reputational landscape, *Corporate Reputation Review*, 1997
- Fombrun, Charles J. y van Riel, Cees B. M., *Fame and Fortune: How Successful Companies Build Winning Reputation*, Pearson, 2004
- Fornero, Ricardo A., Usos de 'riesgo' en finanzas de empresas, *Disertaciones XXVI Jornadas Nacionales de Administración Financiera*, SADAF, 2006
- Freeman, R. Edward, *Strategic Management: A Stakeholder Approach*, Pittman, 1984
- Freeman, R. Edward, Wicks, Andrew C. y Parmar, Bidhan, Stakeholder theory and "The corporate objective revisited", *Organization Science*, 2004
- Frischknecht, Federico, *Dirección recursiva*, El Ateneo, 1993
- Gabrielsson, Jonas y Huse, Morten, Corporate 'outside' directors in SME boards: A call for theoretical reflections, *Expert meeting on Good Governance for SMEs, Economic Commission For Europe Paper No. 18*, , 2004
- Gibson, Robert B., Encouraging voluntary initiatives for corporate greening: Some considerations for more systematic design of supporting frameworks at the national and global levels, *Environment and Resource Studies*, Univ of Waterloo, 2000
- Gilson, Ronald, Value creation by business lawyers: Legal skills and asset pricing, *Yale Law Journal*, 1984
- Girard, Eric, Stone, Brett y Rahman, Hamid, Socially responsible investments: Goody-two-shoes or bad to the bone, *Working paper*, 2004 (*Journal of Investing*, 2007)
- Glaeser, Edward L. y Shleifer, Andrei, The rise of the regulatory state, *Journal of Economic Literature*, 2003
- Goergen, Marc, What do we know about different systems of corporate governance?, *ECGI Working Paper*, 2007
- Gompers, Paul A., Ishii, Joy L. y Metrick, Andrew, Corporate governance and equity prices, *Quarterly Journal of Economics*, 2003
- Gond, Jean-Pascal, Constructing the (positive) relationship between corporate social and financial performance on financial markets, *XV Conférence Internationale de Management Stratégique*, 2006
- Gosselin, Tom, *Inversión socialmente responsable. La gestión del riesgo y la calificación de criterios RSE*, Foretica, 2006
- Gray, E.R. and Balmer, J.M.T., Managing corporate image and corporate reputation, *Long Range Planning*, 1998
- Greenspan, Alan, *Testimony of Federal Reserve Board's semiannual monetary policy report to the Congress Before the Committee on Banking, Housing, and Urban Affairs*, U.S. Senate July 16, 2002
- Guillen, Mauro F., The age of eclecticism, *Sloan Management Review*, 1994
- Guler, Isin, Guillen, Mauro F. y Macpherson, John Muir, Global competition, institutions, and the diffusion of organizational practices: The international spread of ISO 9000 quality certificates, *Administrative Science Quarterly*, 2002
- Handy, Charles, What's a business for?, *Harvard Business Review*, 2002
- Hendry, John, Sanderson, Paul, Barker, Richard y Roberts, John, Owners, traders and providers of capital: The multiple faces of institutional investors, *ESRC Centre for Business Research, University of Cambridge Working Paper*, 2004
- Hermalin, Benajmin y Weisbach, Michael, Boards of directors as an endogenously determined institution: A survey of economic literature, *Economic Policy Review*, 2003
- Hermalin, Benjamin y Weisbach, Michael, Transparency and corporate governance, *Working paper*, 2007
- Heugens, Pursey P.M.A.R. y Otten, Jordan A., Corporate governance reforms and the dichotomous worlds hypothesis: Towards a plurality of corporate governance philosophies, *Working paper*, 2005
- Huse, Morten y Landström, Hans, Teaching corporate governance: Challenges for research and practice, *EURAM*, 2002
- Institutional Shareholder Services, 2006 Global Institutional Investor Study *Corporate Governance: From Compliance Obligation to Business Imperative*
- Jensen, Michael C., Value maximization, stakeholder theory, and the corporate objective function, *Journal of Applied Corporate Finance*, Fall 2001
- Jong, A. de, Mertens, G.M.H., Oosterhout, J. van y Vletter-van Dort, H.M., Substance or symbolism? Corporate governance practices of institutional investors, *Erasmus Univ Eumedion Report*, 2007

- Judge, William Q., Douglas, Thomas J. y Kutan, Ali M., Institutional predictors of corporate governance legitimacy, 2006 (de próxima publicación en *Journal of Management*)
- Kaptein, Muel y Schwartz, Mark S., The effectiveness of business codes: A critical examination of existing studies and the development of an integrated research model, *Journal of Business Ethics*, 2007
- Klapper, Leora y Love, Inessa, Corporate governance, investor protection and performance in emerging markets, *Journal of Corporate Finance*, 2004
- Klein, Jill y Dawar, Hiraj, Corporate social responsibility and consumers' attributions and brand evaluations in a product-harm crisis, *International Journal of Research in Marketing*, 2004
- Kolk, Ans, van Tulder, Rob y Welters, Carlijn, International codes of conduct and corporate social responsibility: Can transnational corporations regulate themselves?, *Transnational Corporations*, 1999
- Kraakman, Reinier H., Gatekeepers: The anatomy of a third-party enforcement strategy, *Journal of Law, Economics & Organization*, 1986
- La Porta, Rafael, Lopez de Silanes, Florencio, Pop Eleches, Cristian y Shleifer, Andrei, Judicial checks and balances, *Journal of Political Economy*, 2004
- La Porta, Rafael, Lopez de Silanes, Florencio y Shleifer, Andrei, Corporate ownership around the World, *Journal of Finance*, 1999
- La Porta, Rafael, Lopez de Silanes, Florencio, Shleifer, Andrei y Vishny, Robert, Legal determinants of external finance, *Journal of Finance*, 1997
- La Porta, Rafael, Lopez de Silanes, Florencio, Shleifer, Andrei y Vishny, Robert, Law and finance, *Journal of Political Economy*, 1998
- La Porta, Rafael, Lopez de Silanes, Florencio, Shleifer, Andrei y Vishny, Robert, Agency problems and dividend policies around the World, *Journal of Finance*, 2000a
- La Porta, Rafael, Lopez de Silanes, Florencio, Shleifer, Andrei y Vishny, Robert, Investor protection and corporate governance, *Journal of Financial Economics*, 2000b
- La Porta, Rafael, Lopez de Silanes, Florencio, Shleifer, Andrei y Vishny, Robert, Investor protection and corporate valuation, *Journal of Finance*, 2002
- Lazonick, William y O'Sullivan, Mary, Perspectives on corporate governance, innovation, and economic performance, *The European Institute of Business Administration (INSEAD) Working paper*, 2000
- Lenox, Michael y Nash, Jennifer, Industry self-regulation and adverse selection: A comparison across four trade association programs, *Business Strategy and the Environment*, 2003
- Levine, Ross, Finance and growth: Theory and evidence, *NBER Working Paper*, 2004
- Lins, Karl, Equity ownership and firm value in emerging markets, *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 2003
- McGuire, Jean y Gomez, Pierre-Yves, Beyond legal tradition: The cultural context of ownership structure, *Working paper*, 2003
- McKinsey Emerging Market Investor Opinion Survey 2001*
- McKinsey Director Opinion Survey on Corporate Governance 2002*
- McKinsey Global Investor Opinion Survey 2002*
- Meyer, James W. y Rowan, Brian, Institutionalized organizations: Formal structure as myth and ceremony, *American Journal of Sociology*, 1977
- Morck, Randall y Steier, Lloyd, The global history of corporate governance. An introduction, *NBER Working paper*, 2005
- Nenova, Tatiana, The value of corporate votes and control benefits: A cross-country analysis, *Harvard University Economics Working Paper*, 2000 (*Journal of Financial Economics*, 2003)
- North, Douglass C., *Institutions, Institutional Change and Economic Performance*, Cambridge University Press, 1990
- O'Donovan, Gabrielle, A board culture of corporate governance, *Corporate Governance International Journal*, 2003
- OECD Principles of Corporate Governance*, 2004
- OECD, *White Paper sobre Gobierno Corporativo en América Latina*, 2004
- Orlitzky, Marc, Schmidt, Frank L. y Rynes, Sara L., Corporate social and financial performance: A meta analysis, *Organization Studies*, 2003
- Otten, Jordan (J.A.), Heugens, Pursey P.M.A.R. y Schenk, E.J.J. (Hans), Corporate governance reforms and firm ownership around the World, *Tjalling C. Koopmans Research Institute Discussion paper*, 2006

- Page, Jean-Paul, *Corporate Governance and Value Creation*, Research Foundation of CFA Institute, 2005
- Partnoy, Frank, Barbarians at the gatekeepers: A proposal for a modified strict liability regime, *Washington University Law Review*, 2001
- Partnoy, Frank, Strict liability for gatekeepers: A reply to Professor Coffee, *University of San Diego School of Law Working paper*, 2004
- Pelozo, John, Corporate social responsibility as reputation insurance, *Center for Responsible Business Working paper*, 2005
- Peng, Mike W., Outside directors and firm performance during institutional transitions, *Strategic Management Journal*, 2004
- Rajan, Raghuram y Zingales, Luigi, What do we know about capital structure? Some evidence from international data, *Journal of Finance*, 1995
- Roberts, John, Corporate governance and the ethics of Narcissus, *Business Ethics Quarterly*, 2001
- Roberts, Peter W. y Dowling, Grahme R., Corporate reputation and sustained superior financial performance, *Strategic Management Journal*, 2002
- Roe, Mark J., *Political Determinants of Corporate Governance: Political Context, Corporate Impact*, Oxford University Press, 2003
- Schmidt, Reinhard y Tyrell, Marcel, Financial systems and financing patterns, *Papers and Proceedings of the First Arnoldshain Seminar Problems of Structural Change in the 21st Century*, October 1995 (en español, Sistemas financieros y pautas de financiamiento, *Cuadernos de Finanzas* 38 de SDAF, 1997)
- Scholtens, Bert, Finance as a driver of corporate social responsibility, *Journal of Business Ethics*, 2006
- Shleifer, Andrei y Vishny, Robert, A survey of corporate governance, *Journal of Finance*, 1997
- Singh, Manohar y Davidson, Wallace N., Agency costs, ownership structure and corporate governance mechanisms, *Journal of Banking and Finance*, 2003
- Standard & Poor's Corporate Governance Scores: Criteria, methodology and definitions*, 2002
- Steger, Thomas, Corporate governance of German SMEs: A review with special regards to the situation in East Germany, *Expert meeting on Good Governance for SMEs, Economic Commission For Europe Paper No. 6*, 2004
- Strandberg, Coro, *The Convergence of Corporate Governance and Corporate Social Responsibility*, Strandberg Consulting, 2005
- Sundaram, Anant K. y Inkpen, Andrew C., The corporate objective revisited, *Organizational Science*, 2004 (*Working paper* 2001)
- Swift, Tracey, Trust, reputation and corporate accountability to stakeholders, *Business Ethics: A European Review*, 2001
- The Equator Principles, A financial industry benchmark for determining, assessing and managing social & environmental risk in project financing*, July 2006, www.equator-principles.com
- The Global Compact, *Who Cares Wins: Connecting Financial Markets to a Changing World*, 2004
- Uhlener, Lorraine, Wright, Mike y Huse, Morten, Private firms and corporate governance: An integrated economic and management perspective, *Small Business Economics*, 2007
- Veblen, Thorstein, *The Theory of Business Enterprise*, 1904 (en español, *Teoría de la empresa de negocios*, Eudeba, 1965)
- Weil, Gotshal & Manges, *International Comparison of Corporate Governance Guidelines and Codes of Best Practices*, 2001
- Wymeersch, Eddy, Corporate governance codes and their implementation, *European Corporate Governance Forum*, 2006
- Xu, Chenggang y Pistor, Katharina, Enforcement failure under incomplete law: Theory and evidence from financial market regulation, *Columbia Law and Economic Working paper*, 2004
- Young, Beth, Corporate governance and firm performance: Is there a relationship?, *Ivey Business Journal* September/October 2003
- Zicari, Adrián, *Responsabilidad social empresarial. Una visión financiera*, Edicon, 2007
- Zingales, Luigi, Corporate governance, en Peter Newman (ed), *The New Palgrave Dictionary of Economics and the Law*, 1998
- Zingales, Luigi, In search of new foundations, *Journal of Finance*, 2000