

UNIVERSIDAD DE EL SALVADOR  
FACULTAD DE CIENCIAS ECONOMICAS  
MAESTRIA EN ADMINISTRACION FINANCIERA (MAF)



UN BUEN GOBIERNO CORPORATIVO, UNA PROPUESTA  
IMPERATIVA

Trabajo de Graduación Presentado por:

ROMEO ARNOLDO HERNÁNDEZ

Para optar al grado de:

MAESTRIA EN ADMINISTRACION FINANCIERA

FEBRERO, 2008

San Salvador, El Salvador, Centroamérica.

UNIVERSIDAD DE EL SALVADOR

AUTORIDADES UNIVERSITARIAS

Rector : Ing. y Msc. Rufino Antonio Quezada Sánchez

Secretario General : Lic. Douglas Vladimir Alfaro Chávez

Decano de la Facultad de  
Ciencias Económicas : Msc. Roger Armando Arias Alvarado

Secretario de la Facultad  
De Ciencias Económicas : Licda. Dilma Yolanda Vásquez de Del Cid

Director de Maestría : Msc. Guillermo Villacorta Marengo

Asesor : Licda. y Msc. Mayra Azalia Andrade de Munguía

Tribunal Examinador : MSc. Guillermo Villacorta Marengo  
: Licda. y Msc Mayra Azalia Andrade de Munguía

FEBRERO, 2008

San Salvador, El Salvador, Centroamérica.

## AGRADECIMIENTOS A

Dios Todopoderoso

MSc. Guillermo Villacorta Marengo (Director de la Maestría)

Lcda. y MSc Mayra Azalia Andrade de Munguía (Asesor)

Mi Esposa Marilix de Hernández

Mis hijos; Romeo, Oscar, Pablo, Fernando y Noelia

Familiares y Amigos

# ÍNDICE

|                                                                                              | Pág. |
|----------------------------------------------------------------------------------------------|------|
| Introducción                                                                                 |      |
| I. Antecedentes                                                                              | 1    |
| II. La revolución de los gerentes                                                            | 3    |
| III. La estrategia de los talentos                                                           | 3    |
| IV. Accionistas a la defensiva                                                               | 5    |
| V. Negocios fracasados, ¿consecuencia del mercado o de malas decisiones?                     | 6    |
| VI. Opciones sobre acciones, un incentivo peligroso                                          | 10   |
| VII. Gobierno corporativo una obligación o necesidad                                         | 10   |
| VIII. Mas allá del cumplimiento de la Ley S. Oxley, la creación de valor                     | 12   |
| <i>IX.</i> Resultados empíricos sobre el buen gobierno de las compañías                      | 15   |
| X. Separar las funciones del CEO y el Chairman, una reforma que causa revuelo                | 17   |
| XI. El ocaso del Capitalismo Gerencial                                                       | 18   |
| XII. ¿Tiene importancia un buen gobierno corporativo en países con economía subdesarrollada? | 19   |
| XIII. Elementos básicos de un buen gobierno corporativo                                      | 20   |
| XIV. Conclusiones                                                                            | 26   |

## INTRODUCCIÓN

Las compañías al igual que todo ser viviente debe evolucionar para adaptarse a su cambiante entorno, de la misma forma la administración de estas unidades económicas debe ser dinámica, flexible y visionaria, para adaptarse a los diferentes mercados que cada vez se vuelven más complejos y competitivos. Actualmente los avances tecnológicos como la apertura de los mercados han modificado significativamente el entorno de las unidades económicas, la tecnología en la información ha cambiado drásticamente la forma de hacer negocios, en este sentido, la forma en que deben dirigirse y tomarse las decisiones dentro de las empresas también debe evolucionar y adaptarse a las nuevas exigencias. Es así que en un mercado que cada vez experimenta mayor integración, caracterizado por una alta movilización de capitales, las esperanzas de los inversionistas de prácticas de gobiernos corporativos más responsables y eficaces, es un factor que las entidades reguladoras y las compañías no pueden ignorar; se trata sencillamente de un tema de relevancia para todos los participantes del sistema. Aunque este pareciera un tema de interés solo para empresas que cotizan en bolsa, también lo es para empresas en países con economías en vías de desarrollo con incipientes mercados de capital, los cuales deben de buscar consolidar la confianza de los inversionistas para movilizar capital hacia estos países, fortaleciendo los mercados de capitales con una fuente alterna de financiamiento diferente al Sistema Bancario.

El tema de gobierno corporativo no es nuevo, existe desde que los dueños del capital confiaron la administración de las compañías a los gerentes. En 1776 Adam Smith en su libro "*La Riqueza de las Naciones*", previó los problemas de delegar la administración de los negocios, expresando sus reservas acerca de la viabilidad de este tipo de compañías y describiendo un típico conflicto entre el accionista y el gerente. En un inicio la junta directiva fue la herramienta de control de los propietarios hacia el gerente, ante la desconfianza de no estar directamente al frente de sus negocios. Desde principios del siglo XX hasta los años ochenta, las juntas directivas y la gerencia se aliaron para enfrentar a los trabajadores representados por los sindicatos que reclamaban mejores prestaciones; alianza que empezó a debilitarse a principios de los años setenta cuando los gerentes convencidos que las corporaciones habían crecido gracias a sus conocimientos y destrezas empezaron a demandar una mayor participación en las ganancias.

Ante ese conflicto de intereses entre inversionistas, gerentes y trabajadores, por una mayor participación en la riqueza que generan las compañías, se necesita dentro de éstas un esquema de gobierno que además de ser un elemento de control en las altas esferas, sea capaz de entender los riesgos del negocio para ser un catalizador de las agresivas decisiones de la gerencia y que promueva además, los valores de ética e integridad, generando la confianza a todo nivel de la organización.

Al iniciarse el siglo XXI, el tema de gobierno corporativo ha cobrado auge, y es que después de las duras experiencias de compañías que han desaparecido o su valor ha decaído significativamente, tales como: Word Com, Kmart, Polaroid, General Magic, Samsung Motors y otras compañías, se ha cuestionado la habilidad de los brillantes y dominantes CEO'S para administrarlas; además los escándalos por los deliberados fraudes como Enron, Arthur Anderson y Parmalat, han sacudido la credibilidad de los inversionistas en los mercados de capitales.

No se espera que las buenas prácticas de gobierno corporativo garanticen cien por ciento que otro fraude como Enron no sucederá; sin embargo, el apego a éstas prácticas proporciona controles en las altas esferas para advertir oportunamente fraudes en estos niveles de la organización, que a diferencia de los fraudes que ocurren en los mandos medios y bajos, pueden acabar con la vida de una compañía.

No existe un modelo único de "buen gobierno", por lo que éste deberá adecuarse al tamaño de la empresa, al tipo de negocio y al entorno donde esta se desenvuelva, sin embargo, entre los principales elementos de un gobierno corporativo está el proporcionar una estructura que permita establecer los objetivos de la compañía, determinando los medios para alcanzarlos y cómo supervisar su cumplimiento; además, un buen gobierno corporativo debe proporcionar incentivos adecuados para que el Consejo de Administración y la Dirección Ejecutiva seleccionen aquellos objetivos más rentables para la compañía y los accionistas, asimismo, debe permitir un control más eficiente, todo con el fin de alentar un uso más eficaz de los recursos por parte de las compañías, sin olvidar un aspecto importante como la ética empresarial y la concientización corporativa respecto a los intereses medioambientales y sociales de las comunidades, para lograr el éxito y mayor valor de la empresa con una perspectiva en el largo plazo.

El interés de que se adopten buenas prácticas sobre gobierno corporativo es tal que organismos mundiales, han emitido documentos donde plantean los principios cuya finalidad consiste en asistir a gobiernos de países miembros y no miembros en sus esfuerzos por evaluar y mejorar el marco legal, institucional y normativo sobre el gobierno corporativo en sus países, así como proporcionar directrices y

sugerencias para las bolsas de valores, los inversionistas, las sociedades y otras partes involucradas en el proceso de desarrollo de "buenas prácticas" de gobierno corporativo, esto con el objetivo de minimizar los riesgos de que escándalos financieros similares a los sucedidos en los Estados Unidos de América puedan repetirse en estos países.

En economías subdesarrolladas como la mayoría en América Latina donde las empresas que cotizan en bolsas son minorías, siendo la mayor parte las unidades económicas propiedad familiar, razón principal por la que tienen que financiarse con instituciones financieras; el tema de gobierno corporativo es muy importante y su práctica es recomendada por los organismos mundiales de crédito, de preferencia en las entidades del sector financiero, por ser éste el pivote donde gira la economía de estos países. Duras experiencias se han visto en casi todos los países de América Latina donde algunas crisis económicas se han originado por un sistema bancario en bancarota, en algunos casos por abusos de negocios relacionados o simplemente fraudes de las altas esferas.

Las recomendaciones de buenas prácticas de gobierno corporativo, recopilados en el presente documento son de aplicabilidad primordialmente en las empresas públicas, no obstante, hasta el punto en que se considere aplicable, pueden resultar ser herramientas útiles para mejorar el gobierno en compañías que no cotizan en bolsa. Como se dijo anteriormente el esquema de gobierno debe adaptarse a cada empresa según su tamaño, objetivo, conformación accionaria, etc., por lo que las recomendaciones incluidas en el capítulo XII de este trabajo, no pretende ser un esquema rígido ni mucho menos un manual de prácticas de gobierno corporativo, sino más bien de forma general, un enunciado de las principales prácticas que un buen gobierno corporativo debe observar.

## I. ANTECEDENTES

El tema de gobierno corporativo se origina inicialmente con la delegación del poder para la toma de decisiones por parte de los propietarios hacia administradores o gerentes, surgiendo así los primeros tipos de sociedades. Adam Smith (1776) expresó sus reservas acerca de la viabilidad de este tipo de compañías, describiendo un típico conflicto: *"De los directores de tales compañías sin embargo, siendo los administradores del dinero de otros y no del suyo propio, no puede esperarse que ellos lo vigilen con la misma ansiosa diligencia con la cual los socios en una sociedad privada frecuentemente vigilan el suyo propio"*, ya este autor en su libro *"La Riqueza de las Naciones"*, advertía de los peligros de la separación de la propiedad y el control en las empresas modernas lo cual fundamentaba en la diferencias de objetivos; mientras los accionistas o propietarios centran sus intereses en el rendimiento de su inversión, a los gerentes les preocupa los aspectos de la retribución a su trabajo y la de fortalecer su prestigio e imagen. Ante la separación de su capital los propietarios crearon una junta directiva la cual se consideró como un elemento de control hacia el gerente, que les garantizaba sus intereses y su propiedad.

Por su parte Modigliani-Miller en su cuarta proposición establecen: "Los accionistas son indiferentes a la política financiera de las compañías", aduciendo que cualquier combinación de títulos de deuda o capital, da los mismos resultados, y sea cual fuere la estructura financiera no afecta el valor de la empresa; no obstante, las decisiones de financiamiento obedecen a las políticas financieras y éstas a su vez son diseñadas en base a los modelos de negocio de las empresas; es aquí donde las empresas cuyas decisiones estratégicas son tomadas mediante sólidas práctica de buen gobierno, adquieren ventaja en la generación de valor, ya que los inversionistas, como se demuestra en los resultados empíricos presentados en el capítulo IX de este trabajo, están dispuestos a pagar una prima adicional por las acciones de estas empresas.

Sin embargo, a pesar de esa pugna de objetivos, los propietarios del capital y los gerentes han tenido objetivos comunes, principalmente cuando se unen para luchar contra los movimientos laborales durante buena parte del siglo XX, cuando se experimentaron violentas luchas entre el capital y el factor trabajo, originadas por lograr una mayor participación de los beneficios que proveía la industrialización. Las grandes fábricas requerían de muchos trabajadores apenas calificados para su funcionamiento. Después de la guerra civil en Estados Unidos de América, los grandes imperios del acero y el carbón aprovechaban la abundante mano de obra, pero se apropiaban de las ganancias desorbitadamente, generando una desproporción en la participación de la riqueza. Los trabajadores en los Estados Unidos y

en todo el mundo iniciaron la resistencia mediante la organización de sindicatos, utilizando el mecanismo de las negociaciones colectivas para exigir mejores salarios y mejores condiciones de trabajo; por su parte las empresas contragolpeaban por medio de la intimidación, no contratando ni promoviendo a los miembros de los sindicatos. Una sangrienta batalla estalló en 1932 en la planta de la Ford e Dearborn, Michigan, siendo el evento más emblemático de aquella época, en la que el capital y el trabajo luchaban agresivamente.

Después de la Primera Guerra Mundial, los negocios crecieron a paso rápido, en los primeros días del Capitalismo Estadounidense, un reducido número de empresarios entre éstos: J. Rockefeller, A. Carnegie y Henry Ford, monopolizaron las industrias, las cuales crecieron rápidamente a tal magnitud que su administración tuvo que ser delegada, dando lugar a un nuevo fenómeno: La administración profesional ejercida por los gerentes, los cuales tomaron el control de las compañías y acompañaron a los propietarios en la lucha versus los trabajadores, saliendo bien librados por lo que se ganaron la confianza de los capitalistas. El rápido crecimiento demandó que las compañías en control de los gerentes optaran a financiar sus necesidades financieras emitiendo acciones públicamente, con lo cual el capital se dispersó y los antiguos capitalistas tuvieron que resignarse a compartir el poder ante los nuevos accionistas, lo cual dio más relevancia al papel de los gerentes al frente de las compañías, lo que puede denominarse: el nacimiento del "Capitalismo Gerencial".

Por los años setenta el capital ya manejado por los gerentes intensifica de nuevo la lucha contra los trabajadores organizados en sindicatos, para lo cual, cierran fábricas en ciudades altamente sindicalizadas trasladándolas a ciudades con menor organización laboral. Muchas fábricas de Michigan, Pensilvania y New York, fueron trasladadas a Georgia, Alabama y Arizona, Estados que promovían leyes que favorecían más a las industrias que a los sindicatos. Una vez más los gerentes consolidaban su poder a medida libraban favorablemente la lucha contra el sector laboral.

El sistema de Capitalismo Gerencial surtió efecto, los gerentes o CEOs fueron denominados como la nueva fuerza en la generación de riqueza y prosperidad social, siendo proclamados los profesionales del siglo XX. Este sistema alcanzó su máxima expresión en los años sesenta en la economía de los Estados Unidos, el cual fue admirado e imitado por el resto del mundo.

## II. LA REVOLUCIÓN DE LOS GERENTES

Esa alianza desde la década de los años veinte entre el capitalista y los gerentes para librar la batalla contra los trabajadores sindicalizados fue muy asimétrica, mientras que los propietarios del capital aceptaban que los gerentes estuvieran al frente del campo de batalla y velarían por el éxito de sus empresas, no compartían de igual forma sus ganancias; durante los años cuarenta pocos altos ejecutivos eran muy bien pagados, no obstante, que eran aliados de los capitalista para someter a los sindicatos no experimentaban incrementos en sus beneficios, así mientras el capital celebraba su ardua batalla sobre los sindicatos, le surgía un nuevo frente, la lucha contra el talento. Por una parte muchos reconocidos gerentes y profesionales decidieron emprender su propia aventura en empresas que requerían poco capital, formando así empresas de consultoría; éstas atraían a los profesionales brillantes ofreciéndoles altos salarios y bonos. A mediados de los ochenta, estas empresas ya estaban ganándole la lucha por la búsqueda y retención de talentos a las empresas industriales, la mayoría de los graduados de las mejores escuelas de negocios buscaban empleos en estas empresas de consultoría.

Otros gerentes decidieron enfrentar el capital, por ejemplo, en las industrias en donde el rendimiento de los accionistas dependían del capital humano y de sus ideas claves, los gerentes estrellas empezaron a demandar y a obtener más participación en la riqueza que generaban las compañías. Aunque los capitalistas habían percibido señales de advertencia no tenían ideas de cómo enfrentar desde sus inicios esa revolución. Jeffrey Katzemberg, Presidente de Walt Disney Studios escribió en 1991 argumentando que los Estudios Cinematográficos ponían todo el capital y asumían todos los riesgos, pero que los actores, guionistas y directores, "el talento" como se les denominaba en esta industria, se llevaba todos los beneficios; sin embargo, como más tarde se descubrió, Katzemberg también era parte del problema, ya que poco después en 1994 muy molesto abandonó a Walt Disney Studios, entablando una demanda por US\$ 250 millones; la batalla entre el capital y el intelecto se intensificaba.

## III. LA ESTRATEGIA DE LOS TALENTOS

Con el crecimiento de las empresas y la diversificación del capital el papel y estatus de los gerentes se elevó, de informar a la junta directiva pasaron a presidirla, práctica muy de moda en los Estados Unidos de América, esto fue el punto culminante que les proporcionó influencia y poder sin precedentes. Otro aspecto que contribuyó a súper posicionar a los CEOS fue la influencia que éstos ejercían en las juntas directivas; en Estados Unidos algunas investigaciones revelaron que aunque las juntas directivas tenían

miembros externos, en realidad carecían de independencia ya que eran gerentes jubilados de la compañía, proveedores, contratistas, consultores; que de alguna manera compartían los intereses de los gerentes más que los de los accionistas.

Concientes de su preponderante papel y que la era de la información había sustituido a la industrial, los gerentes estaban convencidos que el conocimiento es más importante que el capital en la producción de la riqueza, sosteniendo principalmente que en las compañías de la nueva economía la aplicación de sus conocimientos y habilidades contribuye en mayor proporción que el capital al logro de ésta. Los gerentes empezaron a hacer valer esos derechos exigiendo participación por cada dólar de beneficio generado por las compañías; sus compensaciones se duplicaron entre 1980 y 1990, cuadruplicándose entre 1990 y 2000. Otro suceso que fortaleció la premisa a favor de los talentos fue el Internet a mediados de los años 90, a medida que crecían las empresas vinculadas a las nuevas tecnologías, miles de ingenieros y otros profesionales afines arribaron al mundo de los negocios, acumulando de paso millones de dólares mediante acciones de fundador, esto envió un claro mensaje a los accionistas: Los gerentes no aceptarían por mucho mas tiempo un simple salario.

Un ejemplo típico del poder de los talentos es: Google. Desde que los estudiantes de doctorado de Stanford, Sergey Brinn y Larry Page, desarrollaron una serie de algoritmos que en 1998 provocaron un tremendo salto en el desempeño de la búsqueda a través de la red, descubriendo lo que las personas demandaban, rapidez en la búsqueda. Aunque existen otros productos de búsqueda como Yahoo, Google sigue siendo el peso completo de los buscadores. El secreto está en que el talento de Google, impulsado por la búsqueda de la perfección imposible, quiere construir algo que busca absolutamente toda la información en la red. Más importante aún, quieren proveer exactamente lo que el usuario busca; velocidad. Por los años 2000 una búsqueda promedio tardaba 3 segundos, actualmente se ha reducido a 0.2 segundos.

A medida los gerentes descubrían que el conocimiento era más importante que el capital en la generación de la riqueza de las compañías, la pugna por una mayor compensación era evidente y cada vez más aumentaba la agresividad de los gerentes por una mayor proporción en las ganancias de las compañías. Los gerentes al igual que otros altos ejecutivos demandaban una mayor porción de la riqueza que ayudaban a crear, y cada vez quedaban menos gerentes que se conformaban con un salario y un bono. Aún los malos gerentes eran inconformes, pues existen casos en que los gerentes exigieron enormes paquetes de remuneraciones, independientemente de su desempeño. Por ejemplo Christopher Galvín,

presidente de Motorola, recibió un bono de US\$1.5 millones en 2002, su sueldo se mantuvo en US\$1,275 millones por tercer año ejecutivo durante el 2002, año en que Motorola recuperó su rentabilidad, sin embargo el precio de su acción cayó en un 42%.

En 1973 Peter Drucker en "The Unseen Revolution" predijo: los trabajadores entran en el mercado de capitales a través de los fondos de pensiones para poder obtener una porción del pastel que ellos mismos construyen, casi simultáneamente a esto, los talentos también obtenían mayor parte en los beneficios que antes recibía el capitalista. En resumidas cuentas, la tensión por las pretensiones económicas de los talentos y trabajadores, estaba desplazando al capitalista tradicional en el reparto de los beneficios.

#### IV. ACCIONISTAS A LA DEFENSIVA

Los dueños del capital concientes del nuevo frente, diseñaron algunas estrategias para combatir el talento, siendo una de ellas el seguir pagando a los gerentes por medio de compensaciones basadas en acciones, en la creencia de que al sentirse propietarios los gerentes podrían renunciar a exigir mayores o exageradas compensaciones, sin embargo, esto no les dio el resultado que esperaban, debido a que los gerentes sostuvieron que un incremento en su compensación no afectará significativamente el precio de las acciones en el mercado. La creciente protesta acerca de las escandalosas compensaciones que aún reciben los gerentes, es un indicador de lo difícil que ha resultado la batalla para los accionistas, ya que todavía entre los años 1991 y 2000 los paquetes de compensaciones que recibían los gerentes, crecían en promedio hasta un 434%. A pesar de las protestas de los accionistas hay poca evidencia que indique que los talentos realmente verán reducciones drásticas en sus compensaciones.

Un ejemplo de la lucha sin éxito contra el talento fue la del súper capitalista Warren Buffet, que en 1970 invirtió US\$700 millones en la banca de inversión y corretaje de Commodities en Salomón Brothers, irritándose porque los rendimientos de esa inversión cayeron un 10% en 1990; llamó la atención a Buffet que esa compañía incrementara para 1989 el fondo de bonificaciones a sus empleados incluyendo a sus altos ejecutivos en US\$120 millones, al mismo tiempo que el rendimiento de los accionistas se estancaba. Cuando en 1991 Buffet llegó a presidir a Salomón Brothers, redujo radicalmente ese fondo y aumentó los rendimientos para los accionistas, enseguida los inconformes talentos abandonaron a Buffet. Sin ellos el valor de las acciones de la compañía decayó, fusionándose más tarde con Smith Barney, empresa que después fue adquirida por Travelers, siendo absorbida finalmente por Citi Group.

Mientras los accionistas reaccionan a la amenaza de una nueva clase social poseedora de los conocimientos, un sector de éstos ha adoptado la estrategia correcta: La colectivización, en Estados Unidos de América y Canadá, los más grandes inversionistas son los fondos de pensiones o de inversión, y éstos se han unido para hacer frente a las demandas de los gerentes de las compañías en que invierten. En Canadá por ejemplo, 19 de ellos con 350 mil millones de dólares canadienses en activos, formaron en junio de 2002 la Canadian Coalition for Good Governance (CCGG), siendo uno de sus objetivos principales, utilizar sus poderes para mantener las compensaciones a los gerentes y ejecutivos dentro de los niveles razonables. Organizaciones similares en otros países han solicitado a los gobiernos que aprueben leyes que regulen y limiten estas compensaciones. Todo indica que la lucha por el grado de participación en las utilidades de las compañías entre el capital, el trabajador y el talento están destinados a coexistir, así como lo hicieron los dos primeros, luego de las grandes batallas del siglo XX.

## V. NEGOCIOS FRACASADOS, ¿CONSECUENCIAS DEL MERCADO O DE MALAS DECISIONES?

En los últimos siete años se sucedieron estrepitosas quiebras de muchas empresas públicas, entre los casos más sonados están: Enron, World Com, Global Crossing, Kmart, Polaroid, Arthur Andersen, Xerox, General Magic y otras más; quiebras que afectan a miles de empleados, accionistas y sus familias ya que no se trata de empresas pequeñas, muchas de éstas figuraban en las 500 de la revista FORTUNE poco antes de su fracaso.

Pero cuales son los principales argumentos utilizados para justificar las razones por las que estas empresas fracasaron, entre los principales están; la inestabilidad económica, la turbulencia de los mercados, las fluctuaciones monetarias, competencia desleal etc., pero estos son solo algunos de los argumentos de los gerentes y ejecutivos involucrados, la realidad es otra; apartando los casos surgidos después de los atentados del 11 de septiembre que afectó drásticamente a las aerolíneas, la mayor parte de las empresas han llegado a la quiebra por una sencilla razón: malas decisiones, errores en la administración y hasta por no tomar ninguna decisión.

Sin embargo, las malas decisiones no necesariamente han llevado a la bancarrota y el cierre definitivo de las compañías, tras los mismos argumentos ya mencionados, 26 de las 100 más grandes empresas norteamericanas perdieron buena parte de su valor de mercado, entre éstas podemos mencionar a: Hewlett Packard, Charles Schwab, Cisco System, AT&R, AOL Time Warner . La rapidez con que estas

empresas han perdido su valor es alarmante, ya que la mayoría hasta hace unos pocos años parecían saludables y sólidas. Pero cuales son algunas de las características de los gerentes que contribuyen al fracaso: La soberbia, el ego, las ilusiones, los buenos deseos, una deficiente supervisión y comunicación; y a todo esto podemos sumarle los errores de juicio producto de una mente adormecida enfrentando la complejidad y los veloces cambios de las nuevas economías.

Para comenzar analicemos el caso de Cisco System, cuyas acciones perdieron el 88% de su valor en un lapso de un año. La gerencia de esta empresa se creía muy hábil para realizar pronósticos precisos, esto basado en el sistema de información que poseía, el cual además le permitía manejar en tiempo real su demanda y sus proveedores, sin embargo, el error de los gerentes de Cisco es que nunca analizaron que pasaría con la empresa, si el crecimiento de una variable clave desaparecía de su modelo de negocio; éstos se conformaron con analizar el pasado y concluir que si habían obtenido cuarenta trimestres consecutivos con ganancias, entonces el futuro estaba garantizado. Aún cuando las evidencias contradecían el promisorio futuro de Cisco, ya que los clientes empezaron a declararse en bancarota, sus proveedores reconocían una drástica reducción en la demanda, aún sus competidores y la misma Wall Street ya advertían las pesimistas tendencias, no obstante Jhon Chambers, gerente (CEO) de Cisco, en diciembre del 2000, aún proyectaba un 50% de crecimiento anual y declaraba: *"Nunca como ahora he sido más optimista acerca del futuro de nuestra industria como un todo y particularmente de Cisco"*, siendo este caso un claro ejemplo de la incapacidad de los gerentes para reaccionar si una variable del modelo de negocios falla, además de sus caprichos y miopía hacia los cambios económicos.

Otro ejemplo son las compañías Polaroid y Xerox, sus gerentes encararon con lentitud el cambiante entorno de su industria, sus ejecutivos a menudo culpaban de sus lánguidos resultados a factores de corto plazo, como fluctuaciones de las divisas y los problemas de América Latina, sin embargo, la verdadera causa de éstos era su equivocado modelo de negocios de productos que no respondían a la nueva tecnología digital. También es digno de mencionar el caso de Salomón Brother, donde el trader Paúl Mozer participó inadecuadamente durante 1991 en una serie de subastas de bonos del tesoro, a pesar de que Jhon Goodfreund presidente de la firma se dio cuenta de esta situación, no tuvo la dureza para disciplinarlo, es más Mozer continuó con sus fechorías poniendo en riesgo la liquidez de la compañía.

Un ejemplo de los resultados de los conflictos de intereses entre accionistas dominantes con influencia en el directorio es General Magic, creada por Apple Computer, con la misión de conquistar el mercado de los Asistentes Personales Digitales. En 1995, General Magic logró reunir en su oferta inicial de acciones

US\$90 millones provenientes de las más grandes compañías de productos electrónicos del mundo, asimismo reunió al equipo perfecto para sus cargos directivos, teniendo como presidente a Marc Porat genio de tecnología y jefe de desarrollo de negocios de tecnología avanzada de Apple, el cual al poco tiempo apareció en las principales revistas elogiando el futuro de los productos que la compañía ofrecería. A esta compañía le sobró dinero, entre noviembre de 1991 y finales de 2002, se unieron al proyecto Sony, Motorota, AT&T, Matsushita, le siguieron Telecom, NTT, Cable & Wireless, Sanyo y Philips; tras adquirir un porcentaje de su capital, todos estos accionistas de alto perfil tenían fabulosos planes para General Magic, sin embargo, todos estaban en sus propios negocios de las computadoras y de la comunicación, buscando en esta compañía asegurar al menos parte de mercado de las computadoras de bolsillo. AT&T por su parte, quería desarrollar su servicio de mensajes en Telescrip una vez asegurado el mercado de computadoras de bolsillo. Por esa misma época, Motorola comenzó a construir el Envoy un comunicador inalámbrico de doble vía que utilizaría el software de General Magic. Sony por su parte, después de sus fracasos en el negocio de las computadoras, se dispuso a crear su propio computador de bolsillo denominado Personal Link basado en el software de GM.

Uno de sus dos productos, el Telescrip era un sistema de lenguaje común que permitía conectarse a cualquier computador, por lo que se perfilaba como el lenguaje universal en la comunicación inalámbrica de datos; sin embargo, poco después de 1993, la empresa fue acusada de favoritismo ya que reveló haber firmado un acuerdo de exclusividad con AT&T, con lo que afectó a competidores directos como MCI Communication y Sprint Corporación, lo que puso en riesgo los negocios con IBM, erosionando la credibilidad de GM. En 1994 después de cuatro años de trabajo, la compañía entregó el sistema operativo Magic Cap junto con una versión rudimentaria del Telescrip a Sony y a Motorola; pronto comenzaron los rumores de que los productos no eran funcionales. Apple fue la primera en abandonar la compañía decidiendo crear su propio sistema operativo para el Newton, a principios de 1996, AT&T anunció que ya no utilizaría el Personal Link la red mundial para el Telescrip; Motorola por su parte desde los tiempos en que nació General Magic ya se había embarcado en su propia aventura, Iridium un sistema satelital de comunicaciones. A mediados de 1999 mientras las acciones de General Magic se redujeron a centavos, el mercado del computador de bolsillo floreció con la introducción de la Palm Pilot, haciendo realidad para otra compañía el asistente personal digital.

Si queremos ejemplificar las consecuencias de las decisiones autoritarias de un director ejecutivo, accionista principal y a la vez presidente dominante del directorio, citemos el caso de Samsung Motors.

En 1995 cuando el presidente de la junta directiva del Grupo Samsung, Kun-Hee Lee, hizo el anuncio de incursionar en el negocio de los automotores, el grupo Samsung navegaba en crecientes utilidades provenientes del negocio de los circuitos electrónicos, habiéndose consolidado como líder mundial en la producción de semiconductores y productos electrónicos. Kum Hee Lee desde tiempo atrás era un entusiasta de los automóviles y abrigaba el sueño de fabricarlos. Hubo entre los gerentes y miembros del directorio muchas objeciones, muchos coincidían que existían otras oportunidades de inversión menos riesgosas y que aportarían sinergia con las líneas ya existentes; no obstante, tan grande era el poder y liderazgo de Lee que ni los ejecutivos, ni el resto del directorio de Samsung cuestionaron formalmente su decisión. Para echar a andar su proyecto, Lee tuvo muchas dificultades, ya que el gobierno tenía que autorizar el millonario préstamo bancario, además el Ministro de Comercio Industria y Energía de Korea se oponía a que Samsung incursionara en el mercado de autos, basado en el exceso de oferta y al lento crecimiento del mercado. Al cabo de dos meses de negociaciones e intensas presiones, el gobierno cedió y Samsung Motors vio la luz.

En efecto los vehículos producidos eran impresionantes, pero vendió menos de cincuenta mil vehículos (principalmente a sus empleados), aunque la planta construida tenía una capacidad de producir 240,000 unidades al año. Durante la primera mitad de 1998, Samsung Motors registró una pérdida neta de 156 millones de Won (unos US\$163 mil) y su deuda creció a 3.6 millones de Won. A principios de 1999, Samsung entregó sus activos a los bancos, dedicándose a redefinir su negocio, y a buscar mecanismos de salvataje, vendiendo diez filiales y despidiendo a 50,000 empleados. Este es un ejemplo típico cuando en una empresa grande con abundantes recursos, las decisiones se toman en forma antojadiza y con alarde de poder absoluto.

El caso de Samsung Motors no es aislado, otro ejemplo de poder absoluto es el de Robert Haas cuando en 1984 asumió la dirección ejecutiva de Levi's Strauss, una de sus primeras acciones fue someter a la compañía a un proceso de venta apalancada, sin embargo, este gerente propietario siguió adoptando una serie de cambios que destruyeron valor y dejaron a Levi's Strauss en una situación desventajosa.

Los casos anteriores demuestran que aún las mentes más brillantes necesitan de un efectivo control corporativo que frene sus decisiones, que muchas veces obedecen a simples caprichos, corazonadas, o miopías infundadas. En el caso de Cysco, a lo mejor un activo y diligente directorio podría haber aportado ideas oportunas para hacer cambios al modelo de negocios. En el caso de Polaroid y Xerox, los miembros de su consejo directivo podrían haber sido fuente de información oportuna para visualizar los cambios en

la industria, en el caso de Salomón Brother, a lo mejor la divulgación de un código de ética podrían haber cambiado las malas prácticas y conductas tolerantes. En cuanto a General Magic, si sus principales accionistas no hubieran presentado demasiadas rivalidades ni agendas diferentes quizás se hubieran interesado en un adecuado modelo de negocios para esta compañía, y en cuanto a Samsung Motors, si no hubiera existido ese poder absoluto por parte del presidente a lo mejor algún miembro del directorio le hubiere alertado sobre las desventajas reales de incursionar en el negocio de los autos.

## VI. OPCIONES SOBRE ACCIONES, UN INCENTIVO PELIGROSO

Aunque este tipo de remuneración responde a la competencia de las corporaciones por adquirir los mejores CEO'S y que éstos a la vez se vean incentivados a su mejor desempeño alineando sus intereses con la de los accionistas en la generación de valor agregado para las compañías, en los últimos años sin embargo, esta premisa se ha desvirtuado, en la práctica esos paquetes de compensaciones son utilizados para disimular las exorbitantes remuneraciones que exigen los gerentes. No obstante, en el caso de las opciones sobre acciones existen buenos argumentos para vincular las compensaciones a los ejecutivos con el valor accionario, este sistema de compensación en los últimos años ha propiciado que muchos gerentes (CEO'S) vean crecidos sus beneficios, no por un brillante desempeño sino a su habilidad para elevar artificiosamente el valor de las acciones.

Por ejemplo, algunos CEO'S se aventuran en sendos programas de inversiones y crecimiento para despertar grandes expectativas en el mercado, programas que más temprano que tarde terminaron en verdaderos fracasos, no sin antes se aprovecharon de la fugaz apreciación de las acciones para el "justo beneficio" de los máximos ejecutivos. Otros casos como Enron, son menos creativos simplemente suben el valor de las acciones mediante una contabilidad malintencionada, ocultando así su pobre desempeño.

Definitivamente que ante estos hechos se necesitan mecanismos de control, que dentro de un libre mercado de capitales regulen la actuación en las altas esferas y especialmente la de los CEO'S, a efecto de equilibrar sus criterios en la toma de decisiones o simplemente le hagan menos fácil las acciones fraudulentas, que a diferencia de las que ocurren en las niveles operativos si pueden darle un último suspiro a las compañías, fraudes que como los sucedidos en los últimos años, estremecieron los mercados de capitales de economías altamente desarrolladas.

## VII. EL GOBIERNO CORPORATIVO UNA OBLIGACION O NECESIDAD

No podemos negar que las juntas directivas de muchas empresas hasta antes de los años 80's tuvieron un desempeño deficiente, algunas compañías debieron su fracaso a la complicidad de su directorio con la gestión de un inescrupuloso gerente, otras sucumbieron porque su directorio simplemente se daba por informado de las decisiones tomadas por los iluminados CEOS; para muestra citemos las conmovedoras historias de General Magic, Polaroid y Samsung Motors, donde la ausencia de buenas prácticas corporativas acabó con las dos primeras y puso en aprietos a la tercera. Asimismo, los escándalos financieros de Enron, Tyco, World Com, citados anteriormente, han erosionado la confianza de los inversionistas en la conducta de los gobiernos de las corporaciones Estadounidenses a niveles que no se veían por más de un siglo. Este fenómeno tuvo sus repercusiones en todo el sistema, ya que posteriormente de la caída en los precios de las acciones que golpeó fuertemente los mercados de capitales y los fondos de pensiones, se han levantado muchas dudas sobre la integridad y eficiencia del capitalismo Estadounidense.

Como respuesta para reestablecer a corto plazo la confianza en el sistema, los inversionistas exigieron a las autoridades reguladoras de los Estados Unidos, establecer nuevas disposiciones, incluyendo en el Acta Sarbanes Oxley firmada en el 2002, reformas para aquellas empresas que cotizan en Bolsa de Valores, consistentes en una mayor separación entre las funciones del presidente ejecutivo y el presidente del directorio, así como el requerimiento a las empresas de incorporar en sus directorios más miembros independientes, es decir, que no tengan relaciones de negocios con ésta, dotándolos de una mayor autoridad para expresarse ante el gerente en los temas que no estén de acuerdo.

El incluir modificaciones a las buenas prácticas de gobierno corporativo en esta reforma legal, ha aumentado la conciencia de utilizar procedimientos y prácticas honestas, así como el riesgo penal por las consecuencias de que éstas no sean acatadas. Estas reformas podrían dar por concluido el ambiente amigable y de relaciones personales que merodea en los directorios, debido a que exige un esfuerzo para proteger a la empresa y sus accionistas de actos deshonestos, debiendo si es necesario cuestionar seriamente a la gerencia. Después de las reformas incluidas en el Acta Sarbanes Oxley ya no es muy placentero ser presidente de las compañías o miembro del directorio, pues no solo el cometer un fraude, sino el permitirlo por negligencia, puede traer consecuencias penales, tal es el caso de Jeffrey Skilling y de Kenneth Lay, ex presidente ejecutivo y ex presidente de la Junta Directiva de Enron Corp.,

respectivamente, los cuales recientemente fueron condenados por el delito que incluye conspiración, fraude y mal uso de información privilegiada.

Otro aspecto donde se han realizado reformas son los comités de auditoría, la Ley Sarbanes Oxley exige una mayor actividad a estos comités para que vigilen las prácticas contables de las empresas y el trabajo que efectúan los auditores. Esto los obliga a una mayor presencia como elemento de control y exige mayores conocimientos sobre contabilidad y finanzas a los miembros que integran los comités, para que puedan atender debidamente cualquier denuncia sobre problemas contables dentro de la empresa.

En cuanto a las firmas de auditoría externa, éstas ya no podrán asesorar en actividades de gestión y finanzas a la gerencia y el directorio, para evitar los conflictos de intereses surgidos por las actividades de asesoría y auditoría ejercida por una misma firma, pues antes de la reforma, no existía base moral para que las firmas de auditoría externa criticaran lo que ellas mismas habían recomendado.

Las reformas legales que separan el cargo del presidente ejecutivo del presidente del directorio, que incorpora más miembros externos independientes con más poder de voz, que dan más protagonismo como elemento de control a los comités de auditoría, que exigen una evaluación del desempeño de los presidentes y de los miembros de directorio, tratan de disminuir el riesgo sobre un aspecto que en un ambiente de libre mercado no es posible de normar; las formas y montos de remuneración de los altos ejecutivos, sin embargo, su apego por parte de la administración de las compañías requiere de un mayor compromiso de los que integran los directorios, para controlar y monitorear que estas compensaciones no se conviertan en fraudes al pagarse en base a artificios contables, que desvirtúan los verdaderos resultados y el valor de las acciones en el mercado.

## VIII. MÁS ALLA DEL CUMPLIMIENTO DE LEY SARBANES OXLEY, LA CREACIÓN DE VALOR

Recién aprobada la referida Ley, los gerentes especialmente los de las compañías más pequeñas rehusaban por la pérdida de tiempo y los elevados costos que el cumplimiento de la misma suponía, especialmente las contenidas en la sección 404 relacionadas con la responsabilidad de la gerencia de mantener una sólida estructura de control interno y de información financiera para evaluar su propia efectividad y la responsabilidad de los auditores externos de certificar estas evaluaciones e informar sobre

la solidez del sistema de control. No obstante, existen ejemplos de compañías que tienen gestos de reconocimientos por las ventajas de su cumplimiento, ventajas logradas principalmente en los siguientes aspectos:

## 1. Generación de valor a las compañías

La Ley Sarbanes Oxley recomienda que los miembros que integren el comité de auditoría, deben tener amplios conocimientos financieros para poder comprender y refutar cualquier problema contable financiero de la compañía; aunque en un inicio esta reforma se vio como una mayor carga para los miembros de este comité, ya se están viendo los beneficios para algunas compañías. El artículo titulado "Más reglas, mayores beneficios" de la revista CFO del mes de agosto de 2006, señala que recientes investigaciones revelan que buenas prácticas de gobierno corporativo traen para algunas empresas reducciones en los costos. El mismo artículo menciona que las compañías cuyos comité de auditoría, están integrados por expertos financieros están logrando mejores márgenes de utilidades netas; citando además, un estudio elaborado en el 2003 por investigadores de la Universidad de Harvard, el cual demostró que compañías con mejores prácticas de gobierno para proteger a los accionistas han obtenido significativos mejores índices de retornos sobre el capital, utilidades y ventas.

La obtención de mejores ratios de gestión sumado a una transparente y eficiente dirección, producto de la aplicación de buenas prácticas de gobierno corporativo, despertarán la confianza en los inversionistas, que estarán en disposición de pagar un mayor premio para adquirir las acciones de estas compañías.

## 2. Reforzando el ambiente de control

En el cumplimiento de esta Ley para frenar los abusos contables y evitar que los reportes e informes financieros resulten confusos ya está dando buenos resultados, los ejecutivos están comenzando a simplificar y a estandarizar sus procesos financieros claves, en algunos casos mediante centros de servicios compartidos, unificando plataformas, eliminando sistemas redundantes y automatizando procesos manuales. Pero reforzar el ambiente de control va más allá, compañías con un sólido gobierno procuran disciplina inyectando valores éticos en los empleados, requiriendo además impecables conductas a nivel directivo para que el resto de la organización esté dispuesto a imitarlas. Una compañía sin un buen ambiente de control jamás tendrá un buen gobierno corporativo. Este aspecto debe de ser

considerado por el Auditor Externo en sus evaluaciones periódicas del sistema de control. Si una compañía muestra un saludable ambiente de control, el Auditor Externo podrá reducir la evaluación a los demás componentes y por ende menores pruebas que a la postre signifiquen menores costos. Además una favorable evaluación del ambiente de control, es un aspecto importante dentro de la evaluación general de la compañía puede repercutir en un menor costo de capital, derivado de una menor percepción del riesgo.

### 3. Documentando mejor los procesos

El documentar adecuadamente los manuales de operación, revisar las políticas de personal en cumplimiento de la sección 302 y 404 de la mencionada Ley, la cual exige que los gerentes ejecutivos y los gerentes financieros certifiquen personalmente la efectividad del control interno utilizado en la generación de los informes financieros. Paul Audet, anterior Gerente Financiero de Black Rock una firma de inversiones, realizó un exhaustivo inventario de las políticas y procedimientos utilizados en la compañía, con lo cual descubrió que buena parte de éstos ya estaban desactualizados. Definir quien es el responsable de un determinado proceso en la compañía constituye un elemento clave para un programa de control interno y facilita a los empleados comprender mejor las operaciones. Otro ejemplo de los beneficios derivados del cumplimiento de la sección 404 de la Ley, es la reportada por un gerente financiero de una de las compañías de Fortune 1000. Confiado de que los contratos de leasing siempre habían sido revisados y firmados infaliblemente, descubrió que no fue así y que esa negligencia exponía a la compañía a demandas y a contratos subyacentes no ejecutables.

### 4. Asignando mayor compromiso al Comité de Auditoría

Como más adelante se menciona, desde la vigencia de la presente Ley, el pertenecer a un consejo directivo ó a un comité de auditoría dejó de ser meramente un privilegio, por el contrario, actualmente se enfrentan mayores responsabilidades lo que se traduce en mayor carga de trabajo, además todo miembro de este comité debe de estar libre de compromisos de negocios y personales, debiendo ser al menos uno de ellos un experto financiero. Hoy las más frecuentes y dilatadas reuniones de los comités de auditoría evidencian una transformación en el grado de compromiso de sus miembros con los asuntos de las compañías. En cuanto a la prohibición de asesorías en el diseño de sistemas de información financiera a

las firmas de auditoría, la compañía que produce velas aromáticas Yankee Candle le ha requerido a su comité de auditoría evitar ese tipo de contrataciones con su firma de auditoría externa.

## 5. Potenciando el cumplimiento de la Ley

En la actualidad predominan dos enfoques para el cumplimiento de la Ley, el de los ejecutivos que únicamente se ciñen a cumplir lo exigido por ésta y aquellos que aprovechan los recursos destinados a cumplirla para potenciar un mayor rendimiento. Por ejemplo, RSA Security una compañía de tecnología que ayuda a otras a proteger identidades y sus activos digitales, contrató un equipo para identificar características comunes entre los requerimientos de cumplimiento legal y las destinadas puramente a proteger la privacidad y al combate de identidad. Jhon Parsons, financiero de RSA Security dice que los ejecutivos se dieron cuenta que bastaba un solo conjunto de controles para cumplir con la Ley Sarbanes Oxley y las leyes y normativas destinadas a la protección de la integridad y seguridad de la información.

## 6. Estandarización de procesos

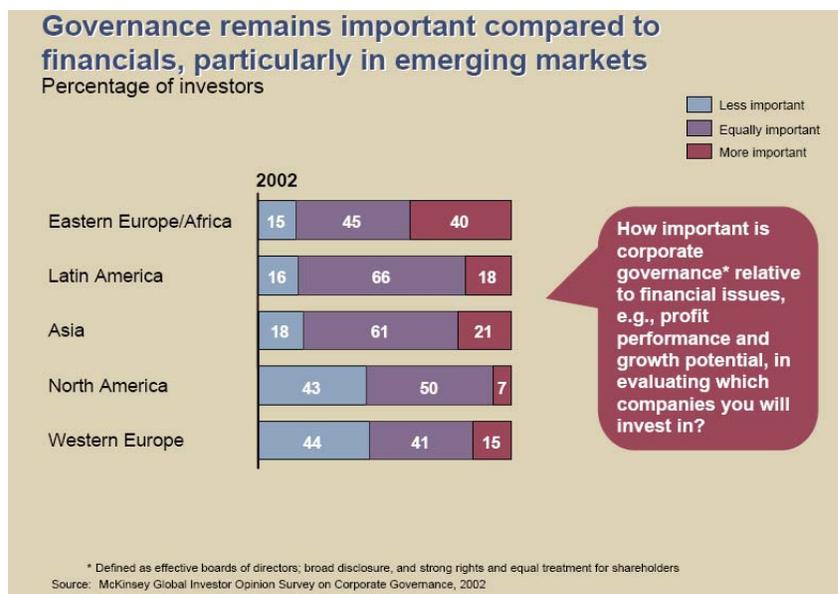
El documentar los procesos para cumplir con la sección 404 de la referida ley, llevó a compañías a descubrir que tenían diferentes procesos para una misma actividad, por ejemplo, en la firma *Sunoco* dedicada a la industria de la energía, se determinó que existían cuatro maneras diferentes de registrar una factura en el sistema, a tal grado que los procesos de facturación variaban según la clase de combustible, lo cual se originaba por la independencia en las líneas de negocio. Esta diversidad de procesos para una misma transacción originaba errores, que para corregirlos se tenía que re facturar, anular la emitida y reenviarla, lo que consume esfuerzo e interrumpe el ciclo del Cash Flow, problema que se minimizó con la estandarización de este proceso.

La experiencia y el tiempo darán una respuesta más fundamentada sobre los beneficios económicos y los costos asociados como resultado del cumplimiento de la Sarbanes-Oxley, por parte de las compañías.

## IX RESULTADOS EMPIRICOS SOBRE EL BUEN GOBIERNO DE LAS COMPAÑÍAS

No hay duda que después del emblemático escándalo de Enron, los inversionistas Estadounidenses han aumentado su preferencia por aquellas empresas que además de mostrar satisfactorios indicadores

financieros, tengan sólidas prácticas de buen gobierno, haciendo énfasis en el perfil de los miembros del directorio para ejercer un adecuado control, suficiente información a los accionistas y un trato equitativo a éstos. Sin embargo, los inversionistas del Este de Europa, Asia y América Latina, parecen haber asimilado mejor la lección, ya que los inversionistas que dan igual o mayor relevancia a las buenas prácticas de gobierno, que a la situación financiera de las compañías, es en mayor al 57% que reflejan sus pares Estadounidenses, tal como lo demuestra el resultado del estudio efectuado por la Firma McKinsey en el año 2002, cuyos resultados se presentan en el siguiente gráfico:



El 43% de los inversionistas Estadounidenses considera de menor importancia en la formación de su portafolio, empresas con un buen gobierno, y solo es superado escasamente en los países del Oeste de Europa con un 44%. Sorprendentemente en los países con economías emergentes (Asia y América Latina), el porcentaje de inversionistas que asignan igual o mayor importancia a las buenas prácticas de buen gobierno, supera ampliamente al obtenido en los países desarrollados.

## X. SEPARAR LAS FUNCIONES DEL CEO Y DEL CHAIRMAN, UNA REFORMA QUE CAUSA REVUELO

Los inversionistas demandan un directorio que mantenga un amplio control sobre el poder y autoridad del gerente, es más las pretensiones van más allá, procurando que con las nuevas exigencias hasta el mismo directorio debería de sucumbir si los resultados no satisfacen las expectativas de los accionistas. La independencia del directorio que implica separar las funciones del CEO y del Chairman, es el punto que mas revuelo ha despertado entre los gerentes. Existen opiniones de que un directorio independiente no contribuye a un mejor rendimiento y desempeño corporativo, Frederick G. Hilmer y Lex Donalson, en su libro "Rescatando el Valor de la Gerencia", citan; "...*algunos estudios de amplia escala han demostrado que las juntas independientes no logran mejorar el rendimiento empresarial. Más bien los estudios previenen contra la introducción de esta medicina...*", el mismo autor en clara defensa de los gerentes argumenta que estos cambios en el papel del directorio han sido inspirados en unos pocos y excepcionales casos delictivos gerenciales, en otras palabras se han castigado a muchos justos a causa de unos cuantos pecadores. En el mismo libro los autores incluso tildan de falacia la independencia de las juntas directivas, mencionando que ésta solo es necesaria en caso de que el gerente sea deshonesto o no sujeto de confianza. No se puede negar lo que estos autores argumentan en defensa de los gerentes, sin embargo, tampoco se puede negar que por pocos o excepcionales que sean los casos de fraudes deliberados o quiebras estrepitosas sus efectos sistémicos pueden ser impredecibles, sino recordemos que solo el escándalo de Enron, bastó para sucumbir con la credibilidad de sistema de mercado de capitales de los Estados Unidos, y más aún, trascendió hacia el resto de mercados del mundo. El argumento de que la independencia solo es necesaria cuando un gerente es deshonesto, es cuestionable, sino traigamos a cuenta el caso de Kum Hee Lee, CEO y Chairman de Samsung Motors, será que por deshonesto se empecinó en el fracasado proyecto de los autos?

Pero existen también defensores de los nuevos cambios sugeridos respecto al directorio, por ejemplo Quinn Mills de Harvard Business School, escribió para la revista Corporate Board Member, "*Hay que limitar el poder del CEO, y una de las maneras de lograrlo es separando el puesto de presidente del consejo y del CEO*", otro de los argumentos de los que apoyan las reformas, es que si el presidente del consejo tiene al mismo tiempo funciones ejecutivas, no puede ser la última instancia de supervisión y control de los responsables de la gestión.

Realmente es muy prematuro para dar por acertada cualquier posición a favor o en contra de la separación de las funciones del CEO y del Chairman; al respecto Roberta Romano profesora de Yale Law School, en un estudio sobre las consecuencias económicas que tuvo la división de estos puestos, resumió: *"que no hay ninguna diferencia estadística significativa en el precio de las acciones o la utilidad financiera entre las empresas que han separado el puesto y las que no"*. En cuanto a la generación de valor adicional para los accionistas, aún no está demostrado que ha dado resultados, Robert C. Pozen, presidente de MFS Investment Manager concluye en un artículo de Harvar Business Review; *"La evidencia empírica demuestra que la división, generalmente, no genera un mayor valor para los accionistas"*. Son numerosas los autores que han salido en defensa de los CEOS, William T. Allen y William R. Berkley, en el mismo artículo de la revista de Harvard, ponen en tela de duda los beneficios que se esperan de la separación de tales puestos, declarando: *"Dudamos que tal separación mejore los retornos ajustados al riesgo de los inversionistas. Por el contrario, hay buenas razones para creer que la adopción generalizada de este "mejoramiento", podría imponer costos y retrasos. Y lo que es más importante fomentaría un sesgo corporativo adverso al riesgo que perjudicaría los intereses económicos de los variados accionistas"*

## XI. EL OCASO DEL CAPITALISMO GERENCIAL

Existen significativos indicios de que la época gloriosa de los iluminados CEOS ha llegado a su fin. En un mundo globalizado con economías de lento crecimiento y exigentes consumidores, en donde las ventajas competitivas se vuelven fugaces; un escenario muy diferente a la época de leyes protectoras, economías en crecimiento y mercados geográficamente delimitados, factores que favorecieron el florecimiento de grandes corporaciones al mando de los CEOS. No será fácil para los gerentes el recuperar el prestigio y el poder de los años de gloria del Capitalismo Gerencial, aún el conservarlo dependerá de lo hábiles que sean para adaptarse y dirigir las grandes compañías en la turbulencia de un mundo diferente. El reto se vuelve mayor, según Frederick G. Hilmer y Lex Donaldson, en su libro Rescatando el Valor de la Gerencia, las oportunidades de empleo para los gerentes en las corporaciones mundiales se irá reduciendo producto de las fusiones y adquisiciones. Además, sostienen que los que dirijan estas compañías enfrentarán una fuerte burocracia producto de las crecientes regulaciones y presiones de los diferentes grupos de interés. La tarea de los gerentes es muy probable que se torne cada vez más compleja y exigente, éstos se verán obligados a ser cada vez más un profesional con alta calidad y eficacia.

En los dos últimos años, historias de CEOs que han sido despedidos por su junta directiva son cada vez más frecuentes, lo cual hace treinta años no era común, incluso los incapaces se las arreglaban para aferrarse al puesto. La situación actual es diferente, los despidos de altos ejecutivos y de presidentes ejecutivos están a la orden del día, la lista de las compañías cuyas juntas han despedido a sus máximos ejecutivos crece: AIG, Boeing, Disney, Morgan Stanley, Pfizer; y las que podrían seguir; HJ Heinz Co., Dell, Bristol-Myers y muchas más.

Lo que presenciamos es un giro radical a la forma en que se dirigen las empresas en los Estados Unidos. Hasta hace unos cuantos años los presidentes ejecutivos escogían a la mayoría de los miembros de su directorio, por lo que éstos daban vía libre a su gestión. Las juntas de hoy están evolucionando, los directores son elegidos por un comité y los accionistas cada vez se muestran más activos en este proceso. Las juntas directivas de hoy son más proactivas y los ejecutivos de mal desempeño tendrán que rendir cuentas y cada vez se les hará más difícil ocultar su pobre desempeño mediante artificios contables.

## XII. ¿TIENE IMPORTANCIA UN BUEN GOBIERNO CORPORATIVO EN PAÍSES CON ECONOMÍA SUBDESARROLLADA?

Entre 1980 y 1997 por lo menos las dos terceras partes de los países miembros del Fondo Monetario Internacional han experimentado problemas significativos asociados a las crisis bancarias, citando las más recientes en; Argentina, Ecuador, Colombia, México.

Si bien algunas de estas crisis están precedidas por algún choque en variables macroeconómicas o por factores externos, como el efecto cambiario o crisis en mercados con los cuales se tienen relaciones financieras. En otros casos las crisis económicas se originan por malos manejos y fraudes bancarios por parte de funcionarios que se creían honestos, capaces y honorables. También algunos sistemas financieros han sucumbido por malas valoraciones en los riesgos asumidos como es el caso de Colombia, en donde por malas decisiones quebró el Banco Gran Ahorrar, el cual contagió a otros 3 bancos, dando como resultado una crisis que tuvo un costo del 8% del PIB de ese país.

Está demostrado que en las economías en desarrollo el sistema financiero esta íntimamente relacionado con el sistema económico. Si existe un sistema bancario vigoroso facilita la estabilidad económica, esa estrecha correlación entre el sistema bancario y la economía es un tema de suma preocupación de los gobiernos, entes reguladores y organismos internacionales de crédito, los cuales recomiendan que estas entidades sean manejadas en base a buenas prácticas de gobierno.

En los países subdesarrollados como El Salvador, en donde la fortaleza o vulnerabilidad del sistema bancario influye considerablemente en la economía, las entidades reguladoras y supervisoras deberían procurar que las buenas prácticas de gobierno corporativo sean elevadas a propuestas de carácter normativo para fomentar una cultura de autorregulación que a mediano plazo disminuya el fantasma de quiebras como la del Banco Credisa, en donde los negocios relacionados entre directores y el desconocimiento de una adecuada valoración de riesgo asumido, sumado a la lentitud de las actividades de supervisión, llevaron al cierre de esta entidad.

Las buenas prácticas de gobierno corporativo son importantes para el crecimiento de las economías de los países subdesarrollados, ya que en la medida que las empresas que cotizan públicamente en bolsa sean bien administradas, fomentarán la confianza de los inversionistas locales y extranjeros, facilitando la transferencia de capitales necesarios para la actividad económica y la generación de empleos.

### XIII. ELEMENTOS BÁSICOS DE UN BUEN GOBIERNO CORPORATIVO.

No existe un modelo único de buen gobierno corporativo, éste deberá de adaptarse al tamaño de la compañía y al entorno económico en que ésta se desenvuelva. El directorio es la máxima autoridad en las decisiones de la empresa, por lo tanto el responsable de incorporar los elementos para crear un ambiente propicio de buen gobierno corporativo, que al menos podrían ser los siguientes:

#### 1. Mayor autonomía y participación activa del directorio

Existe una creciente preocupación en relación a si los miembros de los directorios realmente entienden que están frente a una responsabilidad mayor, derivada de la complejidad de los negocios y los mercados actuales. Uno de los aspectos que se debe reformar en la estructura del gobierno corporativo, para asegurarse que los directorios están en la capacidad para desempeñar sus funciones casi sin

excepciones, es que sean capaces de comprender los riesgos que enfrentan las empresas y promuevan una comunicación transparente y eficaz de buenos principios de ética corporativa. Con el fin de obtener una mejor gestión, tanto el directorio en general y cada uno de sus miembros deben ser periódicamente evaluados en su desempeño. Estas valoraciones deben de ser enfocadas a temas sobre el conocimiento, participación y autoridad, y pueden ser realizadas por el mismo directorio o facilitadas por terceros siempre con un enfoque constructivo de modo que despierten la necesidad de desarrollo y enriquecimiento en conocimientos, capacidad de discernimiento y experiencia; cualidades que deben de prevalecer en todo miembro de un directorio.

Todo directorio debe de fortalecer su autonomía, debiendo la mayoría de sus directivos ser independientes, es decir, libres de todo vínculo comercial y personal que pudieran perjudicar su conducta para desafiar o enfrentar a la gerencia. La separación de funciones del CEO y Chairman, también es una forma de controlar la gestión del gerente o presidente ejecutivo. Otro paso importante dentro de este tema es la creación de un proceso transparente para la selección de los miembros del directorio, esto podría ser función de un alto comité que defina el perfil y los conocimientos que se requiere a los miembros que integran el directorio. Una auténtica autonomía e independencia dentro del gobierno corporativo pretende evitar casos como el de Samsung Motors, en la que los directores aunque objetaban el proyecto de los automóviles no tuvieron la valentía de expresar sus objeciones como miembros del directorio.

Adicionalmente, dentro de las buenas prácticas del gobierno corporativo referente al directorio, la compensación de sus miembros no debe seguir basada en la lista de asistencia, sino basada en el compromiso y desempeño.

## 2. Seguimiento permanente y eficaz de la estrategia

No se puede responsabilizar solamente a la gerencia del desempeño de las corporaciones, las juntas directivas deben de participar activamente en el diseño de la estrategia corporativa. Los directivos pueden alcanzar el liderazgo al tener un mejor conocimiento de la industria o segmento de negocio a que pertenece la entidad y acompañar a la gerencia en el establecimiento, monitoreo y ejecución de la estrategia de negocios, aportando y conjugando los conocimientos de cada director.

Los directivos deberían de ser la fuente que provea a la gerencia opciones estratégicas alternas e información sobre las amenazas competitivas, permitiéndole actuar con anticipación a las crisis. En un plazo prudencial la estrategia de negocios debe ser revisada por la gerencia y el directorio; evaluando si responde al entorno actual de lo contrario efectuar los ajustes pertinentes de modo que sea funcional y responda al entorno.

### 3. Entender y administrar adecuadamente los riesgos

Muchas corporaciones han fracasado debido a que su alta administración no entendió la magnitud del riesgo asumido, otras fracasaron por la sencilla razón de que a pesar de estar conciente de la magnitud del riesgo lo tomaron a expensas de un toque de buena suerte; lo peligroso de esto es que una equivocación puede llevarte a la bancarrota, que es lo que pasó a empresas como Global Crossing Qwest y 360 Networks, empresas telefónicas que fracasaron en su afán de cubrir la tierra con fibra óptica.

Una buena administración del riesgo implica una identificación y descripción de los riesgos. La gerencia y el directorio deben definir cuales y que cantidad de riesgo se debe asumir. Esta tolerancia a los riesgos debe ser conocida por todos los gerentes para guiar sus decisiones financieras y de negocio que toman a diario. Una vez que la entidad tiene definida su estrategia de riesgos debe de implementar los mecanismos para poder medir su exposición. En el caso de Samsung Motor si el directorio hubiera desafiado al presidente y le hubieran alertado sobre el exceso de la oferta y el lento crecimiento del mercado de autos, podría haber cambiado la historia de este grupo corporativo.

### 4. Monitorear el desempeño corporativo

Velar porque los resultados de una empresa cumplan con las expectativas de sus accionistas, es la función primordial de todo directorio, para lo cual necesita tener de primera mano información financiera precisa y fidedigna. Para procurar restaurar la confianza de los inversionistas, el directorio deberá hacer una revisión de las prácticas contables adoptadas e implementar los mecanismos para asegurarse que los estados financieros que analiza cumplan con estos principios.

Otro mecanismo que debe disponerse es un efectivo sistema de control de rentabilidades por centro de costos y más aún que permita medir el desempeño de cada elemento de la organización principalmente en aquellos que la remuneración va en función de la consecución de metas y objetivos. El directorio debe

revisar los indicadores de desempeño, para verificar si los esfuerzos de la gerencia están alineados con las metas de la empresa y sus accionistas.

Las evaluaciones de la gestión a nivel corporativo deberán enfocarse a reconocer e investigar cualquier desviación a las metas y objetivos, de existir, la gerencia y el directorio deberían de analizar conjuntamente las acciones correctivas.

## 5. Diseñar un efectivo sistema de control interno

### a. Adecuadas políticas y procedimientos

Las políticas y procedimientos deben proveer una guía detallada para la implementación diaria de la estrategia, éstas deben de dar los parámetros dentro de los cuales los negocios y operaciones de la empresa deben darse y además los límites máximos de riesgo a aceptar.

Las políticas sobre administración de riesgo deben de ser independientes a las de negocios y deben de indicar claramente, el responsable, metodología, frecuencia, y límites para medir y monitorear los riesgos.

### b. Estatus y rol de la Auditoría Interna

En cuanto a la auditoría interna, ésta debe depender e informar directamente al directorio, para fortalecer su independencia de criterio y evitar que sea la gerencia la que determine que informes debe elevar hasta el directorio. El directorio puede delegar también en el comité de auditoría el conocer los informes y hallazgos del auditor interno. Cerciorándose que los estados financieros que recibe están libres de prácticas deliberadas para ocultar errores y fraudes.

El directorio tiene en la auditoría interna la herramienta a través de la cual puede medir el grado en que las operaciones de la entidad se están realizando en el marco de las políticas y procedimientos que se han autorizado.

### c. Comité de Auditoría

Un mecanismo importante de control es la implantación de un comité de auditoría, en el que participen algunos miembros del directorio y que periódicamente lo mantenga informado de cualquier controversia en los estados financieros, éste deberá efectuar reuniones periódicas con el auditor externo sobre estos

temas. Además el directorio a través de este Comité de Auditoría debe de tener un acercamiento con el auditor externo, para enterarse si existe alguna controversia de las prácticas y valoraciones contables entre éste y la gerencia.

La elección del auditor externo debe ser función del directorio, pudiendo delegar en este comité de auditoría tal actividad, pero nunca permitir que la gerencia intervenga con total autoridad en esta decisión, de lo contrario, la independencia del auditor puede verse amenazada ante cualquier discrepancia o desacuerdo con las prácticas contables utilizadas por la entidad.

d. Control y administración de los riesgos.

El directorio no solo es responsable de entender los riesgos de la entidad, sino de garantizar que éstos sean administrados y medidos de forma efectiva, debiendo evaluar la instauración de una unidad totalmente desvinculada de las áreas de negocios para que vigile de una forma permanente, que los riesgos que asume la gerencia están bajo los límites que ha establecido, proporcionando además alertas tempranas sobre nuevos riesgos que puedan surgir.

6. Diseñar nuevas formas de evaluar y compensar a los gerentes

El directorio debe de evitar los modelos de compensación que despierte en los gerentes el manipular los precios de las acciones, al menos las juntas deben de procurar establecer los pagos por compensación en base a benchmarks de la competencia. El directorio debe de contratar asesores en materia de compensación de sus altos ejecutivos y periódicamente solicitar una evaluación de los paquetes de compensaciones.

El tema de como calcular exactamente el valor de las opciones sobre acciones, por el momento es tema de amplio debate y aunque la mayoría de inversionistas esta de acuerdo de que éste sea regulado, sigue siendo un tema delicado que ni los entes reguladores se han pronunciado puntualmente.

7. Establecer y divulgar los valores corporativos

Del grado en que el personal haga suyos los valores y la cultura de la organización, dependerá la forma en que enfilarán sus esfuerzos a la consecución de las metas, por lo tanto el directorio y la gerencia deben de promover la efectiva divulgación de estándares y valores éticos en todos los niveles de la organización.

El directorio debería de asegurar que sus nuevos miembros encajen con la cultura y valores de la empresa y evitar los conflictos deliberados de interés, no permitiendo que alguno de sus miembros o de la gerencia que tenga intereses personales o de negocios influyan en las decisiones de la corporación y asegurarse que existan los mecanismos de pronta comunicación en caso de que éstos surjan.

Es de suma importancia que los miembros del directorio establezcan los valores de la corporación y que además prediquen con el ejemplo. La corporación deberá de poseer sistemas de retroalimentación para fomentar que cualquier empleado de la voz de alarma para denunciar cualquier conato de fraude, y que esta alerta llegue hasta los oídos del directorio. Uno de los cargos que la SEC agregó en la condena del ex presidente de Enron Corp. Jeffrey Skilling fueron los negocios que hizo con la compañía de Internet PhotoFete.Com Inc, en la cual tenía propiedad mayoritaria.

#### 8. Establecer canales eficaces de comunicación con los accionistas

Hasta hace una década las relaciones de la gerencia con los accionistas era limitada a los aspectos financieros, esto ha cambiado a raíz de la desconfianza que reina en los inversionistas. Actualmente debe ser una de las prioridades de la gerencia y del directorio, ya que en la forma que mantengan integralmente informado al mercado, los inversionistas responderán en caso de llamamientos de capital. El directorio debe considerar hacer anuncios públicos para divulgar la estructura organizacional básica, incluyendo el perfil de sus principales ejecutivos y los estándares de su gobierno.

Otro aspecto importante que los inversionistas demandan conocer de las empresas es; la forma de remuneración y compensaciones a sus principales ejecutivos y las principales operaciones realizadas con empresas relacionadas.

#### XIV. CONCLUSIONES

1. Los principios del gobierno en las compañías, se origina con la delegación del poder para la toma de decisiones por parte de los propietarios hacia administradores o gerentes, surgiendo así los primeros tipos de sociedades. Ante la separación de su capital los propietarios o accionistas crearon una junta directiva, la cual se consideró como un elemento de control hacia el gerente, que les garantizaba sus intereses y su propiedad.
2. Después de la Primera Guerra Mundial, en los inicios del Capitalismo Estadounidense, los negocios crecieron rápidamente y su control escapó de los propietarios, dando lugar a un nuevo fenómeno: La administración profesional llamados gerentes, los cuales tomaron el control de las compañías y acompañaron a los propietarios en la generación de riqueza ganándose la confianza de los capitalistas.
3. El rápido crecimiento de las compañías y el desarrollo de los mercados de capitales, hicieron que los gerentes optaran por financiarse emitiendo acciones públicamente, por lo que el capital se dispersó, lo cual dio más relevancia al papel de los gerentes, surgiendo así el "Capitalismo Gerencial". El papel y estatus de los gerentes creció, de informar a la junta directiva pasaron a presidirla; en muchas empresas éstos ejercían fuerte influencia sobre las juntas directivas.
4. Con el nuevo estatus y conciente de su contribución a la generación de la riqueza de las compañías, los gerentes demandaban mayor participación en las utilidades, por lo que muchos gerentes y profesionales decidieron emprender su propia aventura en empresas de consultoría, surgiendo la pugna por la participación en la riqueza entre los gerentes y los accionistas.
5. Como respuesta de los accionistas, éstos ofrecieron a los gerentes mayor compensación basada en acciones, pretendiendo con esta forma de remuneración, incentivarlos a un mejor desempeño en la generación de valor para la compañía y los accionistas; premisa que se ha desvirtuado, ya que este sistema de compensación en los últimos años ha propiciado que muchos gerentes vean crecidos sus beneficios, no por un brillante desempeño, sino a su habilidad para elevar artificiosamente el valor de las acciones, creando falsas expectativas en el mercado o sencillamente manipulando las cifras en los estados financieros.

6. En los últimos años se sucedieron quiebras de muchas empresas públicas, entre las que se citan: Enron, World Com, Global Crossing, Kmart, Polaroid, Arthur Andersen, Xerox, General Magic y otras más; lo cual afectó a miles de empleados y accionistas, ya que eran empresas grandes, muchas de éstas figuraban en las 500 de la revista FORTUNE poco antes de su fracaso. Los principales argumentos de las razones del fracaso de estas compañías fueron: La inestabilidad económica, la turbulencia de los mercados, las fluctuaciones monetarias, competencia desleal etc., sin embargo, la realidad es otra, la mayor parte de estas empresas fracasaron por una sencilla razón: Malas decisiones, errores en la administración y hasta por no tomar ninguna decisión. Asimismo, bajo estas mismas razones, 26 de las 100 más grandes empresas norteamericanas perdieron al menos las dos terceras partes de su valor de mercado.
7. El caso emblemático que erosionó la confianza de los inversionistas en los gobiernos de las corporaciones Estadounidenses y que repercutió en todo el sistema económico, fue la quiebra de Enron, ya que posterior a ésta, los precios de las acciones cayeron golpeando fuertemente los mercados de capitales y a los fondos de pensión. Como respuesta para recuperar a corto plazo la confianza en el sistema, los inversionistas exigieron a las autoridades reguladoras de los Estados Unidos, nuevas disposiciones, incluyendo el Acta Sarbanes Oxley firmada en el 2002, la cual contiene reformas para aquellas empresas que cotizan en las Bolsa de Valores, reformas que principalmente consisten en: Mayor participación del directorio, la separación de las funciones del presidente ejecutivo y el presidente del directorio; incorporar en los directorios más miembros independientes; y nuevas funciones para la auditoría interna y externa.
8. De acuerdo al estudio efectuado por la Firma McKinsey, el mercado Estadounidense es el que menor importancia asigna al buen gobierno de las compañías, no obstante el 57%, de los inversionistas asignan igual o mayor relevancia en sus decisiones de inversión a los aspectos de prácticas de buen gobierno, sobre los aspectos de sanidad financiera y la capacidad para generar rendimientos de las empresas. El mismo estudio demostró que la importancia que se asigna a estos aspectos de buen gobierno son mayores en los países de economías emergentes, que en los países desarrollados

9. La reforma que más ha causado revuelo es la separación del cargo y las funciones del gerente y del presidente del directorio; existen autores, entre ellos Frederick G. Hilmer y Lex Donalson, que sostienen que un directorio independiente no contribuye a un mejor rendimiento y desempeño corporativo. En clara defensa de los gerentes, argumentan que con estos cambios se han castigado a muchos excelentes profesionales a causa de casos delictivos aislados. No se puede negar lo que estos autores argumentan en defensa de los gerentes, sin embargo, tampoco se puede negar que por pocos o excepcionales que sean los casos de fraudes o quiebras, sus efectos sistémicos han sido sin precedentes.
10. También existen defensores de los nuevos cambios sugeridos respecto al directorio, por ejemplo, Quinn Mills de Harvard Business School, sostiene en la revista *Corporate Board Member*, que hay que limitar el poder del gerente, y una de las maneras de lograrlo es separando sus funciones de las del presidente del consejo, bajo el argumento que si el presidente del consejo tiene al mismo tiempo funciones ejecutivas, no puede ser la última instancia de supervisión y control de los responsables de la gestión.
11. No será fácil para los gerentes el recuperar el prestigio y poder de la época del Capitalismo Gerencial, el reto se vuelve mayor para los que dirijan las compañías, su futuro dependerá de lo hábiles que sean para adaptarse y dirigir las grandes compañías en la turbulencia de un mundo diferente, con sofisticada tecnología, nuevas regulaciones y crecientes presiones de los grupos de interés. La tarea de los gerentes es muy probable que se torne cada vez más compleja y exigente, éstos se verán obligados a ser un profesional con alta calidad y eficacia.
12. Un buen gobierno corporativo para la conducción de las unidades económicas no solo debe de ser trascendente en las economías desarrolladas, su práctica debe ser fomentada en los países subdesarrollados, ya que en la medida que las empresas de estos países despierten la confianza de los inversionistas y coticen públicamente en bolsa, fomentarán la transferencia de capitales necesarios para la actividad económica y la generación de empleos.
13. Un buen gobierno corporativo es la base para una eficiente gestión que persiga la creación de valor de las compañías, tomando en cuenta los intereses de los diferentes grupos de interés. No existe un modelo único de gobierno corporativo, éste deberá de adaptarse al tamaño de la

compañía y al entorno económico en que ésta se desenvuelva. El directorio es la máxima autoridad en las decisiones de la empresa, por lo tanto, es el responsable de incorporar los elementos para crear un ambiente propicio de buen gobierno. Estos elementos básicos se enuncian en el Capítulo XII de este trabajo, y se refieren a: Mayor capacidad, autonomía y participación del directorio; seguimiento permanente y eficaz de la estrategia de la entidad; entendimiento y administración adecuada de los riesgos del negocio; monitoreo del desempeño corporativo; implementar un efectivo sistema de control interno con: Políticas y procedimientos integrales; unidades de control tales como: Auditoría interna, administración de riesgos, comités de auditoría y otros comités de apoyo; nuevas formas de evaluar y compensar a los gerentes; establecer, divulgar y cumplir valores corporativos; y establecer canales eficaces de comunicación con los accionistas.

## Bibliografía

1. "Capital vrs. Talent, The Battle That's Reshaping Business". By Roger L. Martin y Mihenea C. Moldoveanu. HBR, Julio 2003.
2. "Por qué Fracasan los Ejecutivos Brillantes". Sydney Finkelsten
3. "Cambios Profundos en las Empresas o la Vida Sigue Igual". The Wall Street Journal. Por Carol Hymowitz y Joann S. Lublin
4. "The Outrage Constraint" The New York Times; August 23, 2002.
5. "Why Companies Fail; Business Week; By Ram Charan and Jerry Useem
6. "Siete Pasos para Atacar los Problemas de las Juntas Directivas". Revista INCAE, julio 2003.
7. "Crisis Bancarias, Causas, Costos, Duración y Efectos" Juan Amieva y Bernardo Uriza González, CEPAL, Enero 2000.
8. "El Peor Enemigo del Presidente de Enron: El mismo" por Jhon Emshwiller, The Wall Street Journal.
9. "Rescatando el Valor de la Gerencia" Frederick G. Hilmer Lex Donaldson
10. Revista CFO, edición agosto del 2006.
11. "El Ocaso de los Presidentes Ejecutivos Todopoderosos" Alan Murria, The Wall Street Journal
12. McKinsey Global Investor Opinión on Corporate Governance, 2002.