

Universidad de Buenos Aires
Facultad de Ciencias Económicas
Escuela de Estudios de Posgrado

MAESTRÍA EN FINANZAS

TRABAJO FINAL DE MAESTRÍA

Hacia un nuevo código de gobierno corporativo en
Argentina

AUTOR: IGNACIO FAJARDO

TUTOR: DAMIÁN MARCOS

OCTUBRE 2018

Resumen.

El siguiente trabajo final de maestría presenta una breve descripción del gobierno corporativo y sus teorías, un tema que luego de la última crisis tomo mucha importancia en la literatura financiera. Para ello, analiza en detalle las mediciones de gobierno corporativo en una serie de países seleccionados, y comparara los índices que las distintas bolsas de valores poseen. Por otro lado, se seleccionan distintas empresas de cada país, las más relevantes de cada bolsa, con el objetivo de comparar la evolución del precio de sus acciones con los índices de gobierno corporativo. Finalmente se establecen lineamientos para una medición de gobierno corporativo en Argentina.

Palabras clave: gobierno corporativo, Estados Unidos, Reino Unido, Brasil, Perú, Argentina

Índice

Introducción.....	7
Planteamiento del tema o problema.....	8
Objetivos.....	9
Objetivo General.....	9
Objetivos específicos.....	9
Marco Teórico.....	10
Definición del Gobierno Corporativo.....	10
Teorías.....	11
Teoría de la agencia.....	11
Teoría de los grupos de interés.....	12
Teoría de la administración.....	14
Teoría de la dependencia de recursos.....	17
Teoría de los costos de transacción.....	19
Teoría Política.....	20
Metodología y técnicas a utilizar.....	22
1: Análisis descriptivo de los códigos de gobierno corporativo.....	25
1.1: Estados Unidos.....	25
1.1.1: Breve Historia.....	25
1.1.2: Pilares y Principios.....	26
1.2: Reino Unido.....	34
1.2.1: Breve Historia.....	34
1.2.2: Pilares y Principios.....	35
1.2.3: No todo es color de rosas.....	36
1.2.4: Comparación de códigos: Estados Unidos y Gran Bretaña.....	37
1.3: Brasil.....	39
1.3.1: Breve Historia.....	39
1.3.2: Pilares y principios.....	40
1.3.3: ¿Y en la práctica?.....	44
1.4: Perú.....	46
1.4.1: Breve Historia.....	46
1.4.2: Pilares y Principios.....	47
1.4.3: La voz del mercado.....	50
2: Mediciones de Gobierno Corporativo.....	51
2.1: Estados Unidos.....	53
2.1.1: Apple.....	53

2.1.2: Microsoft.....	55
2.1.3: Amazon.....	57
2.1.4: Facebook.....	58
2.1.5: Google.....	60
2.2: Reino Unido.....	62
2.2.1: HSBC Holdings.....	62
2.2.2: Royal Dutch Shell.....	64
2.2.3: British Petroleum.....	66
2.2.4: Glaxonsmithkline.....	68
2.2.5: AstraZeneca.....	70
2.3: Brasil.....	71
2.3.1: Vale S.A.....	72
2.3.2: Itaú Unibanco.....	74
2.3.3: Bradesco.....	76
2.3.4: Ambev.....	78
2.3.5: Petrobras.....	80
2.4: Perú.....	81
2.4.1: Credicorp.....	82
2.4.2: Southern Copper.....	84
3: Lineamientos para le medición de gobierno corporativo en Argentina.....	86
Conclusiones.....	89
Anexos.....	92
Bibliografía.....	97

Índice de Tablas:

Tabla 1: Comparación entre la teoría de la Agencia y de la Administración.....	17
Tabla 2: Código de gobierno corporativo para empresas públicas listadas en la SEC.....	27
Tabla 3: Commonsense Principles of Corporate Governance.....	29
Tabla 4: Corporate Governance Principles For US Listed Companies.....	32
Tabla 5: UK Corporate Governance Code 2014.....	35
Tabla 6: Código de mejores prácticas de gobierno corporativo.....	40
Tabla 7: Código de Buen Gobierno Corporativo para las sociedades peruanas.....	47
Tabla 8: Principios complementarios para empresas de propiedad estatal.....	49
Tabla 9: Principios complementarios para sociedades familiares.....	49

Tabla 10: Regresión simple – Apple.....	55
Tabla 11: Regresión simple - Microsoft.....	57
Tabla 12: Regresión simple - Microsoft.....	58
Tabla 13: Regresión simple - Facebook.....	60
Tabla 14: Regresión simple - Google.	61
Tabla 15: Regresión simple - HSBC.....	64
Tabla 16: Regresión simple - Royal Dutch Shell.	66
Tabla 17: Regresión simple - BP Amoco.....	68
Tabla 18: Regresión simple - GSK.	70
Tabla 19: Regresión simple - AstraZeneca.	71
Tabla 20: Regresión simple - Vale.	74
Tabla 21: Regresión simple - Itaú.....	76
Tabla 22: Regresión simple - Bradesco.	78
Tabla 23: Regresión simple - Ambev.	79
Tabla 24: Regresión simple - Petrobras.	81
Tabla 25: Regresión simple - Credicorp.	84
Tabla 26: Regresión simple - Southern Copper.....	85

Índice de Gráficos:

Gráfico 1: Estructura de la Gobernanza Corporativa.....	42
Gráfico 2: Gobierno corporativo y evolución de acciones - Apple.	54
Gráfico 3: Gobierno corporativo y evolución de acciones – Microsoft.....	56
Gráfico 4: Gobierno corporativo y evolución de acciones – Amazon.....	57
Gráfico 5: Gobierno corporativo y evolución de acciones – Facebook.....	59
Gráfico 6: Gobierno corporativo y evolución de acciones – Google.	61
Gráfico 7: Gobierno corporativo y evolución de acciones – HSBC.....	63
Gráfico 8: Gobierno corporativo y evolución de acciones – Royal Dutch Shell.	65
Gráfico 9: Gobierno corporativo y evolución de acciones – BP Amoco.....	67
Gráfico 10: Gobierno corporativo y evolución de acciones – GSK.	69
Gráfico 11: Gobierno corporativo y evolución de acciones – AstraZeneca.	70
Gráfico 12: Gobierno corporativo y evolución de acciones – Vale.....	73
Gráfico 13: Gobierno corporativo y evolución de acciones – Itaú.	75
Gráfico 14: Gobierno corporativo y evolución de acciones - Bradesco.	77

Gráfico 15: Gobierno corporativo y evolución de acciones - Ambev.	79
Gráfico 16: Gobierno corporativo y evolución de acciones - Petrobras.	80
Gráfico 17: Gobierno corporativo y evolución de acciones - Credicorp.	83
Gráfico 18: Gobierno corporativo y evolución de acciones - Southern Copper.	84

Introducción.

El concepto gobierno corporativo tomó relevancia en la materia en los últimos años, debido a su reconocimiento para lograr mercados más eficientes y confiables. En las dos últimas décadas se han establecido códigos de adhesión voluntaria, estudios de la materia y algunas reformas legislativas (Flores Konja & Rozas Flores, 2008). Distintos países se sumaron a las prácticas del buen gobierno durante los años noventa, y las crisis económicas y sociales de esas épocas ayudaron a organismos internacionales a crear códigos de conductas a aplicarse a las empresas. La crisis del sudeste asiático en 1997 sirvió como el golpe final para una gran parte de países que se habían mantenido al margen (Mantiñam, 2015).

Ya en este siglo, y luego de la reciente crisis de las hipotecas subprime¹, el concepto tomó mucha más fuerza, algunos países están pasando de las recomendaciones a las leyes, con el objetivo de controlar más a las empresas.

Es un tema muy importante del que se está hablando en todo el mundo y que muchas bolsas de valores empiezan a utilizar. Sin embargo, en el caso de Argentina, el tema apenas empieza a cobrar relevancia en estos años, recién se está empezando a discutir en la Comisión Nacional de Valores con las últimas modificaciones de la Ley de Mercado de Capitales. Personalmente me parece un tema muy interesante para desarrollar y con un espectro amplio de posibilidades y de aportes.

¹ Crisis internacional iniciada en Estados Unidos por las hipotecas en el año 2008.

Planteamiento del tema o problema.

En estos momentos la Argentina no tiene una manera de medir el gobierno corporativo en las empresas que cotizan en la bolsa de valores. Solamente posee una reglamentación del Comisión Nacional de Valores (RG 606/2012), en la cual les exige a las empresas presentar junto con los Estados Contables anuales, un informe sobre una serie de recomendaciones y principios, el cuál debe ser respondido, en afirmativo o negativo sobre el cumplimiento de dichas recomendaciones. En caso de responder negativamente, se pide que se explique el motivo del incumplimiento.

Si bien es una buena política, el país está atrasado en la materia. Bolsas de países, tales como Estados Unidos, China o Brasil ya tienen obligaciones a cumplir, mediciones propias y hasta índices que cotizan en la misma bolsa. Esta herramienta sirve de información para los distintos agentes que deciden ingresar en los mercados de capitales y no tienen la ingeniería financiera de los grandes inversores. El mercado de capitales argentino es muy chico en relación con otros de la región, mientras que Argentina tiene 99 empresas inscriptas, Chile posee 298, Perú 282, Brasil 349 y Estados Unidos en la New York Stock Exchange (NYSE) 2307 (WFE, 2016), pero se encuentra en una etapa de desarrollo constante. Es por eso, que tener un buen sistema de medición de gobierno corporativo ayudará a que el crecimiento del mercado se más estable.

El siguiente trabajo final de maestría intenta responder una pregunta: ¿Cómo son los códigos de gobierno corporativo en distintos países?, elegidos según sus mediciones de gobernanza, su tamaño de mercado de capitales, y su cercanía o relación comercial con la Argentina, dado que en el final se intenta dar lineamientos para una medición en nuestro país.

Por otro lado, se responderán las siguientes preguntas: ¿Cómo se mide el gobierno corporativo en Estados Unidos, el Reino Unido, Brasil y Perú? Mediante la medición de *Sustainalytics Inc.* se le pondrá un valor numérico al gobierno corporativo (ver capítulo 2). ¿Cuáles son las empresas más representativas de cada uno de los índices?, se tomarán las cinco primeras empresas de cada índice del MSCI de cada país seleccionado, en el caso de Perú, serán solo dos por falta de información. ¿Cómo afecta el buen gobierno corporativo a la performance de las empresas? Para determinar esto, se buscará una relación entre la evolución del precio de las acciones de las mejores empresas cotizantes de cada país, con base en enero 2014 y la evolución del valor del índice de gobierno corporativo. Por un lado se buscará intuitivamente y además por regresión lineal simple.

Objetivos.

El presente trabajo tendrá un objetivo principal del cual se derivarán dos objetivos secundarios.

Objetivo General.

Establecer una serie de lineamientos para la medición del gobierno corporativo en Argentina.

Objetivos específicos.

- Describir y analizar los códigos de conductas y buenas prácticas de gobierno corporativo en Estados Unidos, Reino Unido, Brasil y Perú.
- Buscar si existe una correlación entre la performance de un grupo de empresas representativas -medida en términos de precio de las acciones- con un índice de gobierno corporativo.

Marco Teórico.

Definición del Gobierno Corporativo.

En el año 1992, Adrián Cadbury emitió desde su compañía *Cadbury and Cadbury Schweppes*, el denominado *Cadbury Report*, el cual es considerado el documento pionero sobre la discusión del buen gobierno corporativo. En dicho reporte, define al gobierno corporativo como el sistema por el cuál las empresas son dirigidas y controladas. Y explica que el directorio será el encargado del gobierno corporativo de la empresa (Cadbury, 1992).

También se puede encontrar la definición de la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económico (OCDE), la cual describe al gobierno corporativo o la buena gobernanza, como la distribución de los derechos y responsabilidades entre los diferentes participantes en la corporación, como el directorio, la gerencia o los accionistas. Además, detalla las reglas y procedimientos para la toma de decisiones sobre temas corporativos (OECD, 2017).

Se puede observar como ambas definiciones se centran en los encargados de dirigir una corporación, y de las prácticas que deben tomar para que la empresa sea bien gobernada.

No solo Gran Bretaña se preocupó por el tema, sino también Estados Unidos que en 1985 creó la *Treadway Commission* y el comité llamado *Committee of Sponsoring Organizations* (COSO). Unos años después se sumaron a la lista países como Canadá y Sudáfrica en 1994 y Francia y Australia en 1995 (Mantiñam, 2015).

Existen dos visiones sobre el gobierno corporativo, por un lado, hay un sistema basado en reglas, el cual las regulaciones son establecidas por ley y todas las empresas deben cumplirlas o deben pagar las consecuencias mediante un sistema de castigos. Por otro lado, una gran parte de los países adhiere al denominado “cumpla o explique”, que consiste en una serie de recomendaciones establecidas por la autoridad (puede ser un gobierno o un organismo internacional), y en la presentación de un informe explicando detalladamente si la recomendación se cumple de manera total, de manera parcial o directamente no se cumple. En todos los casos se debe explicar los motivos, por qué y además en los países europeos, la información debe estar disponible permanentemente en el sitio web de cada empresa.

Esta diferencia se da desde los comienzos del gobierno corporativo y tiene a los dos países pioneros como los dos grandes representantes. Estados Unidos se rige por un sistema de reglas, mientras que el Reino Unido por un sistema de cumpla o explique (CAF, 2012).

En cualquiera de los dos sistemas cuando una compañía establece las normas y las actividades para una buena gobernanza, no solo actúa para cumplir con la ley o la regla a la que está obligada, sino que además actúa enviando información concreta, clara y transparente al mercado de capitales, lo que puede significarle beneficios financieros (Fornero, 2014). De esta manera, la literatura describe una relación positiva entre el buen gobierno corporativo y la imagen que la empresa genera en el mercado de capitales.

Teorías.

Existen varias teorías sobre el gobierno corporativo, algunos autores tales como Mekonen y Bereket (2015) o Mallin (2004) aseguran que son cuatro: teoría de la agencia, teoría de los grupos de interés, teoría de la administración y la teoría de la dependencia de los recursos. Pero si uno continúa la búsqueda, se pueden encontrar más teorías tales como, la teoría de los costos de transacción o la teoría política. A continuación, se presentan las principales teorías de cada una:

Teoría de la agencia.

La teoría de la agencia (o principal y agente) tiene su base en la economía. Y encuentra su foco en la división de tareas y responsabilidades entre accionistas y managers. Esta es una de las discusiones más antiguas de la literatura económica que comienza con Adam Smith². Tiene su publicación oficial como teoría en 1976 por Michael Jensen y William Meckling en su trabajo *Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure*. En forma reducida, la teoría explica que los accionistas de la empresa, los principales, contratan a los administradores, agentes, para llevar a cabo la parte operativa del negocio. Es decir que delegan el funcionamiento del negocio en su totalidad (Haslinda & Benedict, 2009). El problema radica en los objetivos que poseen ambos participantes: los accionistas esperan que los agentes tomen decisiones que beneficien a los principales, sin importar las consecuencias que tendrán en la firma, mientras que los agentes no persiguen los mismos objetivos que los principales, sino que piensan más en el negocio en el que opera la firma (Padilla, 2002). El crecimiento exponencial de las compañías, la expansión cada vez mayor de la economía mundial y la información asimétrica profundizan estos problemas. Los agentes pueden usar la autoridad que se les otorgó para un beneficio propio y tomar riesgos que no están alineados con los ideales del principal.

² Adam Smith (1723-1790), economista y filósofo escocés. Exponente de la economía clásica y autor del libro *la riqueza de las naciones* (1776).

En este punto encontramos los dos riesgos principales que genera la teoría descripta: el primero, es la posibilidad de que los agentes no se comporten como desean los principales, lo que es muy difícil (y/o extremadamente caro) de controlar por los segundos. En estas condiciones, los agentes pueden tener un comportamiento oportunista que es muy difícil de predecir y escribir en un contrato. Esto se denomina riesgo moral (Burotto & Contreras, 2012).

El segundo riesgo radica en la posibilidad de que los principales contraten agentes que no estén capacitados para la tarea que se les encomendará, dado que el agente desconoce las características de la persona que está contratando. Esto se conoce como selección adversa (Burotto & Contreras, 2012).

Estos conflictos acarrear los denominados costos de agencia, los autores Jensen y Meckling (1976), establecen tres costos que derivan del mencionado conflicto:

- Costos de monitoreo: es el costo que incurre el principal con el objetivo de controlar las acciones del agente, puede incluir auditorías, contratos, y hasta los costos de despedir a un manager. Inicialmente este costo es pagado por los principales, pero, en definitiva, puede ser descontado del salario (la compensación del agente), por lo que en el final lo paga el manager (Fama & Jensen, 1983).
- Costos de vinculación: vienen a raíz de los costos de monitoreo y son lo que deben pagar los agentes para evitar los costos de monitoreo por parte de los principales. No siempre serán financieros y tendrán la ventaja que serán establecidos exclusivamente por los agentes (McColgan, 2001).
- Perdida residual: dado ambos costos, los intereses del principal y del agente no estarán alineados, por lo que deberá establecerse un nivel óptimo de pérdida residual, dado que las acciones de los agentes son imposibles de establecer ex ante (Jensen & Meckling, 1976).

Dado que en grandes empresas es imposible eliminar las diferencias, se busca una manera de minimizar los costos. En cambio, en empresas medianas, pequeñas o familiares la diferencia puede no darse, especialmente cuando el dueño y el accionista son la misma persona.

Teoría de los grupos de interés.

Esta teoría se encuentra en la vereda opuesta de la explicada en el apartado anterior. En este caso se observará los distintos grupos de interés. La definición de grupos de interés la

encontramos en un libro de Edward Freeman (1984): cualquier grupo o individuo que se vea afectado, o afecte los objetivos de la compañía.

Si bien el libro de Freeman no constituye una teoría, sirvió como puntapié para el desarrollo que en el año 1995 hicieron los autores Thomas Donaldson y Lee Preston mencionando cuatro ramas diferentes:

- **Descriptiva:** la teoría presenta un modelo que define que es la corporación, es una constelación de intereses cooperativos y competitivos con valor intrínseco. El objetivo es entender como los agentes se relacionan con los grupos de interés y como los representan.
- **Instrumental:** establece un marco para examinar las condiciones, si las hubiera, entre la gestión de los grupos de interés y el cumplimiento de los objetivos corporativos. El foco principal de esta tesis es que mientras se practique una buena gestión de los grupos de interés, la compañía tendrá resultados beneficiosos en indicadores como rentabilidad, estabilidad, crecimiento, etc.
- **Normativa:** según los autores la base fundamental de la teoría es normativa e implica la aceptación de las dos siguientes ideas: a) los grupos de interés son personas o grupos con interés legítimo en aspectos procesales o sustantivos de la actividad corporativa. Se identifican por su interés en la firma y si la misma, tiene un interés recíproco. b) el interés de todos los grupos posee un valor intrínseco y debe ser considerado por su propio bien y no en comparación con el interés de otros grupos como por ejemplo los accionistas.
- **Gerencial:** la teoría no describe simplemente situaciones existentes, sino que también recomienda actitudes, estructuras y prácticas que en su conjunto constituyen a la gestión de los grupos. Dicha gestión requiere como atributo clave la atención simultánea de los intereses legítimos, de todos los grupos, tanto en el establecimiento de estructuras administrativas, políticas generales como en la toma de decisiones caso por caso (Donaldson & Preston, 1995).

Estas dos primeras teorías del gobierno corporativo son claramente opuestas. Por un lado, la teoría del principal y del agente les da más importancia a los accionistas, mientras que la segunda teoría pone el énfasis en los grupos de interés. Inglaterra y Estados Unidos (ver capítulo 1: Análisis descriptivo de los códigos de gobierno corporativo) adhieren más fuertemente a la teoría de accionistas. Por su parte, países con leyes de gobierno

corporativo como Alemania, establecen que algunos grupos de interés, como los empleados deben formar parte del directorio (Mekonen & Bereket, 2015).

Teoría de la administración.

Esta teoría tiene sus raíces en la psicología y la sociología y se basa en que los administradores tienen incentivos para actuar en beneficio de los accionistas. Así el administrador encontrará mayor utilidad en la cooperación con los accionistas y no en la confrontación. La teoría asume una fuerte relación entre el administrador y el accionista cumpliendo objetivos tales como la rentabilidad o el aumento de las ventas, que benefician directamente a los accionistas. De esta manera se maximiza la utilidad del administrador (Davis, Schoorman, & Donaldson, 1997).

Esta teoría puede ser vista como una solución a los conflictos y problemas que se describieron en la primera teoría. Los autores Davis, Schoorman y Donaldson establecen dos factores por los cuales se pueden diferenciar a ambas teorías.

a) Factores Psicológicos.

- La motivación: la principal diferencia entre ambas teorías se da en una motivación intrínseca o extrínseca. En la teoría de la agencia el foco se pone en la compensación extrínseca, tangible, como por ejemplo bienes transables con valor de mercado. Esto representa el control por parte de los principales a los agentes en la primera teoría. Por otra parte, la teoría de la administración pone el énfasis en las recompensas intrínsecas que no son fáciles de medir, por ejemplo, pueden incluir, oportunidades de crecimiento y de reconocimiento. Los subordinados eligen seguir estos objetivos y se sienten incentivados por las recompensas que podrán recibir a futuro.
- Identificación: ocurre cuando los administradores aceptan la misión, la visión y los valores de la compañía y la misma pasa a formar parte de su estructura psicológica. De esta manera, el administrador toma como propios los logros y fracasos de la compañía. A este concepto se le suma el de compromiso organizacional, que es la suma del compromiso de continuidad, que es el deseo de continuar en la firma y el compromiso del valor, que es la aceptación y la creencia en los valores y en los objetivos de la empresa (Mayer & Schoorman, 1992). Este concepto de compromiso organizacional no tiene valor económico, por lo que no es parte de la discusión que se genera en la teoría de la agencia.

- Uso del poder: podemos diferenciar cinco bases del poder: 1) legitimidad, el poder legítimo que puede poseer el principal sobre el agente y este debe aceptarlo; 2) recompensa, el poder que otorga recompensar a las personas; 3) coercitivo, el poder de manipular las virtudes de sus empleados; 4) experiencia, es el poder que ostenta el principal por poseer más experiencia que el o los agentes; 5) referente, es el poder que el principal ejerce sobre los agentes cuando estos lo poseen como un referente (French & Raven, 1959). Estas cinco categorías pueden ser divididas en dos grupos, poder organizacional y poder personal. El poder legítimo, el poder de recompensa y el coercitivo pueden ser delimitados bajo el grupo organizacional y es establecido por la posición que la persona posee dentro de la organización, mientras que en la otra vereda encontramos el poder derivado de la experiencia y de los referentes, el poder personal, este tipo de poder se cultiva durante el tiempo y mediante una relación (Gibson, Ivancevich, Donnelly Jr, & Konopaske, 2012). De esta manera podemos diferenciar a la teoría de la agencia y la teoría de la administración. La primera teoría encuentra en el poder organizacional si principal fuente de influencia del principal sobre los agentes, mientras que la teoría administración es más probable cuando sus jugadores poseen una relación basada en el poder personal, cultivado mediante una relación (Davis, Schoorman, & Donaldson, 1997).

b) Factores de situación.

- Filosofía de los administradores: la filosofía de los administradores se divide en dos orientaciones, por un lado, tenemos la orientación del control, la cual separa las partes de pensar y controlar el trabajo de la parte que efectivamente lo realiza. Por otro lado, la orientación del compromiso enfatiza el auto control y la auto administración y no realiza ninguna división entre pensar, controlar y hacer el trabajo (Lawler, 1986). El mismo autor aclara que el modelo de control se dio en los Estados Unidos durante las décadas de los sesenta y setenta debido a las ventajas competitivas de las empresas de dicho país. De estos dos enfoques se desprende una nueva diferencia entre la teoría de la agencia y de la administración, la orientación del control se da en las relaciones del tipo principal y agente, mientras que la orientación del compromiso la podemos encontrar en la teoría de la administración (Davis, Schoorman, & Donaldson, 1997).

- Cultura: “Para los suecos, los negocios se hacen con compañía, para los sauditas se hacen con una persona a la que uno ha aprendido a conocer y a confiar” (Hofstede, Hofstede, & Minkov, 1980, pág. 90). De esta manera, los autores comienzan su descripción sobre el individualismo y el colectivismo. Gran parte de la sociedad mundial se rige por el colectivismo, sin embargo, hay una gran cantidad de países como Estados Unidos, Canadá y los de Europa del Oeste que se rigen según las normas del individualismo. El primero, establece que deben imponerse los objetivos del grupo entero por sobre los de uno mismo, mientras que, en el segundo, prevalecen los objetivos personales, por sobre los grupales. Con estas descripciones no es difícil imaginarnos como se diferenciará a las teorías estudiadas según este ítem. El colectivismo evita la confrontación en un ambiente de armonía, por lo que está más relacionado a la teoría de la administración, mientras que el individualismo ve el conflicto como una posibilidad de resolver y avanzar en el trabajo y de comunicar eficientemente, es así como se relaciona con la teoría de la agencia (Davis, Schoorman, & Donaldson, 1997). *Power distance*, es la segunda característica de la cultura para diferenciar a ambas teorías, la traducción al español del concepto no refleja su verdadero significado, por lo que los usaremos en inglés y lo definiremos en español. *Power distance* es la medida en la que los miembros menos poderosos de una organización o institución aceptan que el poder se distribuya inequitativamente (Hofstede, Hofstede, & Minkov, 1980). Los autores establecen que en toda sociedad hay inequidad, que la diferencia reside en cómo es tratada por cada país. Algunas sociedades creen que resolver la inequidad es hacerla más consistente, esto significa potenciar a los miembros más fuertes para que sean aún más fuertes que los débiles. De esta manera, la inequidad no hace más que agrandarse en vez de resolverse. Pero existen otras sociedades en las cuales la inequidad no es algo malo, sino que incluso es algo beneficioso para la misma. Los miembros más fuertes en un aspecto son débiles en otro y esto estimula a los más débiles a ser mejores para llegar a ser lo más fuertes. Además, existen leyes, las cuales tratan a todos los miembros de la comunidad por igual. Los autores finalizan con que no es fácil encontrar que esta idealidad concuerde con la realidad. Si la inequidad es muy fuerte en una sociedad, esta estará más proclive a desarrollar una teoría del principal y agente, debido a la creación de jerarquías, capas de supervisión e ineficiencias en las

recompensas. Mientras que en las sociedades donde la inequidad no es muy grande, se podrán desarrollar más teorías de la administración, porque sus miembros ponen más énfasis en la igualdad entre el principal y el administrador (Davis, Schoorman, & Donaldson, 1997).

Lo expresado anteriormente, se puede sintetizar se la siguiente manera:

Tabla 1: Comparación entre la teoría de la Agencia y de la Administración

Factores	Característica	Teoría	
		Agencia	Administración
Psicológicos	Motivación	Extrínseca	Intrínseca
	Identificación	No	Si
	Compromiso Organizacional	No	Si
	Uso del poder	Poder organizacional	Poder Personal
de Situación	Orientación de control	Si	No
	Orientación de compromiso	No	Si
	Cultura	Individualismo	Colectivismo
	<i>Power distance</i>	Mas inequidad	Menos inequidad

Teoría de la dependencia de recursos.

Esta nueva teoría fue explicada por primera vez en el año 1978 en el libro *The external control of organizations* de los autores de Jeffrey Pfeffer y Gerard Salancik. Allí los autores definen a la organización como un sistema abierto que depende de las contingencias del medio que la rodea. Dentro de esta dependencia los administradores pueden actuar para reducir la incertidumbre de los factores externos. La teoría se basa en tres núcleos distintos: 1- el contexto social importa, 2- las organizaciones tienen estrategias para mejorar su autonomía y perseguir sus propios intereses, 3- el poder (no solo racional y eficiente) es importante para entender las acciones internas y externas de la firma (Davis & Cobb, 2010).

Para hacer frente a la dependencia, los directores deberán poder brindar toda su experiencia para conseguir los mejores y más rentables recursos. En este caso, los directores pueden ser calificados en cuatro categorías:

- Internos: son los ejecutivos y directores actuales de la firma y aportan la experiencia en distintas áreas, tales como finanzas, leyes, así como estrategia y dirección.

- Los expertos en negocios: son ejecutivos y directores de otras empresas, las cuales son contratadas y aportan experiencia en estrategia de negocios, toma de decisiones y resolución de problemas.
- Los especialistas de soporte: son los abogados, los banqueros, los de la compañía de seguros y cada uno es el soporte de cada área en especial.
- Los actores influyentes en una comunidad: son los líderes políticos, los universitarios, los miembros de un clero o distintas religiones, y los líderes sociales (Haslinda & Benedict, 2009).

Algunos autores encuentran como algo malo para la organización la dependencia de los recursos es el ejemplo Hillman, que, en el año 2008, aprovechando el aniversario trigésimo de la teoría establece cinco acciones que pueden llevar a cabo los administradores, para evitar la dependencia de los recursos, a saber:

- Fusiones e integraciones verticales: la dependencia de los recursos ofrece una perspectiva externa para explicar las fusiones entre empresas. Hay múltiples estudios que revelan que la interdependencia entre firmas es evitada mediante la fusión de una firma por parte de otra. Hay tres objetivos por el cual una firma adquiere a otra: reducir la competencia, para manejar la dependencia de recursos, tanto de proveedores como de clientes y para diversificar los negocios (Pfeffer J. , 1976).
- *Joint Venture*: este ejemplo se asemeja bastante al anterior, dado que los arreglos que se hacen entre compañías dentro de un *joint venture* suelen ser entre empresas con una fuerte dependencia la una de la otra. Además, ambas empresas continuaran existiendo y realizando sus actividades en forma separada.
- Directorios: a pesar de que los directorios son el actor principal de la teoría de la agencia, se comprobó que también pueden manejar la dependencia del ambiente y pueden reflejar las necesidades de este. Además puede aportar consejo, asesoramiento, canales de información, acceso a los recursos y legitimidad.
- Acción política: en este apartado se introduce el concepto de ambiente “creado”. Las empresas no pueden reducir la dependencia del nivel más alto del ambiente, el sistema social. Es por lo que crean un ambiente paralelo, el cual pueden modificar para sus propios intereses. La organización a través de mecanismos políticos intenta crear por sí mismo un entorno más beneficioso, de esta manera buscan darle forma

a las regulaciones gubernamentales que hagan un ambiente más favorable (Pfeffer & Salancik, 1978).

- La sucesión ejecutiva: se realizaron varios estudios en los cuales se comprueba que la incertidumbre que lleva a la dependencia ambiental tiene relación no solo con la rotación de los ejecutivos, sino también con el tipo de ejecutivo elegido cada vez. Las empresas que poseen una mayor dependencia del ambiente externo están expuestas a mayores rotaciones de los ejecutivos (Hillman, Withers, & Collins, 2009).

Teoría de los costos de transacción.

Esta teoría fue desarrollada por Williamson, en varios libros semianuales publicados, hasta que fue finalmente establecida en el año 1996. La teoría se basa en las transacciones y en los costos para completarlas de un modo institucional. El objetivo principal es la minimización de dichos costos. El autor de la teoría identifica tres formas alternativas para llevar a cabo las transacciones.

- El mercado: las partes involucradas en la transacción no se relacionan entre sí, las mismas son formales y se interpretan en una forma legal clásica. Los participantes se adaptan unilateralmente.
- Híbrida: en este caso las partes son independientes, pero están relacionadas de una forma bilateral, el reemplazo de uno de los dos participantes posee un costo para el segundo. Estas transacciones se interpretan en una forma legal neoclásica, la cual es más flexible que la clásica, que prevé perturbaciones imprevistas y proporciona zonas de tolerancia. En caso de que las discrepancias continúen se derivan las acciones a los tribunales. Los participantes se adaptan por consentimiento mutuo.
- Jerarquía: este tipo de transacción evita la presencia de tribunales de justicia, todas las discrepancias son resueltas internamente por los miembros del acuerdo, según el autor la forma legal de dicho acuerdo es la indulgencia. Las adaptaciones se dan por acuerdos (Williamson, 1996).

La elección de la forma de transacción se basará en la que minimice los costos de transacción. Para profundizar en esto, encontramos tres atributos que tienen las transacciones según la teoría:

- Especificidad de los activos: se refiere al grado en el que los activos involucrados pueden ser reasignados a usos alternativos y por usuarios alternativos sin sacrificar

su valor. A medida que aumenta la especificidad, disminuye la posibilidad de ser redistribuidos, lo que aumenta la dependencia y el riesgo de contratación. Esto empuja a las transacciones con alta especificidad a formas más integradas, como la jerárquica, mientras que los activos con media especificidad se darán en situaciones híbridas, y los de baja especificidad en mercado.

- Incertidumbre: este ítem se encuentra relacionado con la continuidad de las transacciones en un escenario sin certezas posibles. Además, será condicional a lo que suceda con el atributo anterior. En caso de que la especificidad es baja, las transacciones se darán en mercado, sin importar la frecuencia de esta, ya que los participantes pueden arreglar nuevas transacciones cuando quieran (el ejemplo típico son los commodities). Sin embargo, cuando aparece la especificidad de los activos, el nivel híbrido tiende a desaparecer debido a la capacidad de adaptación de las partes. Como en el caso de las transacciones híbridas se necesita un acuerdo mutuo, la transacción se dificulta, por lo que en presencia de especificidad y con incertidumbre de transacciones, se vuelve preferible el método jerárquico al método híbrido.
- Frecuencia: este atributo actúa de forma similar, las transacciones con especificidad y frecuencia requieren un constante monitoreo de mercado, a diferencia de las que ocurren esporádicamente. Por lo tanto, en presencia de especificidad, la frecuencia impulsará las transacciones a la jerarquía, obviando el método híbrido, y la no frecuencia al igual que la no incertidumbre ira al mercado (Robert & Shin-Kap, 2004).

Teoría Política

Esta última teoría busca descifrar el poder que ejercen los gobiernos de turno dentro de los gobiernos corporativos de cada empresa.

Según la literatura podemos definir que una empresa está relacionada con un político cuando alguno de los accionistas mayoritarios, el CEO, el presidente o el vicepresidente es un miembro de un parlamento, ministro o cabeza de un estado o que posee una relación muy cercana con un funcionario (Faccio, 2006).

La influencia política en las firmas tiene tanto beneficios como costos. El beneficio más simple de ver es el del intercambio de favores, entre ambas partes, entre ellos podemos encontrar imponer tarifas al competidor, reducir regulaciones o beneficiar a las firmas con

importantes contratos gubernamentales. Por el lado más financiero, las firmas conectadas políticamente pueden obtener reducciones de impuestos, costos operativos menores y menor costo de deuda o tasa de interés (Neselevska, 2013). Cabe aclarar que estos llamados beneficios son vistos desde la perspectiva de la firma, ya que, visto desde el mercado o de la sociedad, serían lo contrario a beneficios.

Por otro lado, tenemos los costos que pueden tener las empresas con alta influencia política. Si tomamos como un extremo, vemos que las empresas estatales, están sujetas a las necesidades del gobierno de turno y esto puede derivar en exceso de empleo, producción de bienes que no se basan en la demanda, instalación de plantas en lugares políticos y no económicos y el precio por debajo del costo marginal. Por otro lado, las empresas con fuerte presencia política son más propensas a las expropiaciones por parte de sus accionistas, esto es porque mundialmente registran menores beneficios y generan menos motivación y preocupación por parte de sus managers, lo que abre la puerta para la expropiación por parte de los accionistas. El último problema que encontramos en la bibliografía es la profundización de la información asimétrica, más específicamente los análisis presupuestarios son menos precisos en empresas conectadas políticamente (Neselevska, 2013).

Metodología y técnicas a utilizar.

El enfoque del trabajo será cualitativo. La literatura reconoce dos grandes enfoques (o paradigmas) para la investigación metodológica, Ambos enfoques siguen un proceso establecido para generar conocimiento, en lo que respecta al enfoque cuantitativo, es más estructurado y se mantiene en línea recta, cada etapa es precedida por una anterior, por su parte, el enfoque cualitativo tiene forma de espiral donde cada etapa se relaciona no solo con las anteriores sino también con las que le siguen, por otro lado el enfoque busca crear creencias propias sobre el fenómeno estudiado (Hernandez Sampieri, Fernandez Colla, & Baptista Lucio, 2010).

Por el lado del alcance del trabajo, el trabajo se dividirá en dos partes, la primera será un estudio descriptivo, mientras que la segunda parte será un estudio correlacional/explicativo. El primer tipo, pretende solamente recoger la información sobre las variables para medición independiente, pero sin una relación entre las distintas variables (Hernandez Sampieri, Fernandez Colla, & Baptista Lucio, 2010). A lo sumo, este tipo de estudios intenta diferenciar entre la variable principal y la variable (o las variables) secundarias (Fassio, Pascual, & Suárez, 2002). En el presente trabajo uno de los objetivos es el de describir los distintos códigos de gobierno corporativo en cuatro países. Durante esta etapa, solamente se pretende tomar la información, analizarla, describirla, pero no relacionarla con otras variables.

Una segunda parte del trabajo será la relación que puede llegar a existir (o no) entre los distintos códigos de gobierno corporativo y la performance de las mejores empresas de cada país, medidas en término del precio de sus acciones para un período dado. Esta etapa será correlacional, ya que como muy bien aclara Sampieri en su manual de investigación, la finalidad de los estudios correlacionales es conocer el grado de asociación que poseen dos o más conceptos, categorías o variables para luego cuantificar o analizar la vinculación. Pero un estudio correlacional viene atado a un estudio explicativo, si bien muchos autores los separan como dos alcances distintos, se puede observar que el estudio explicativo intenta responder a las causas de los eventos de los fenómenos a analizar en el trabajo. El interés se centra en responder por qué ocurre un fenómeno y en qué condiciones se presenta o por qué se relacionan las variables (Hernandez Sampieri, Fernandez Colla, & Baptista Lucio, 2010).

El diseño del presente trabajo será no experimental. La literatura afirma que un diseño no experimental es un estudio que se realiza sin la manipulación deliberada de variables y en los que solo se observan los fenómenos en su ambiente natural para después analizarlos (Hernandez Sampieri, Fernandez Colla, & Baptista Lucio, 2010). Es decir que las variables independientes ocurren por sí solas, sin manipulación del investigador y sin ningún control desde adentro del trabajo, por lo que el objetivo es simplemente observar las variables y analizarlas tal cual vienen dadas.

Siguiendo la línea de los autores, se elegirá un diseño transversal por sobre uno longitudinal. El primero consta de recopilar los datos en un momento único, y luego describir las variables y su incidencia en un momento dado, mientras que el segundo busca los datos en diferentes momentos del tiempo para realizar un estudio acerca de su injerencia durante varios períodos de tiempo.

Con respecto a la muestra, el primer paso debe ser definir sobre qué o sobre quién se van a recolectar datos, Sampieri define esto como la unidad de análisis, la cual es el primer paso para realizar el trabajo (Hernandez Sampieri, Fernandez Colla, & Baptista Lucio, 2010). Es decir, la unidad de análisis será lo que se va a estudiar, delimitado por los países elegidos.

Con respecto al tipo de muestra, se tomará una muestra no probabilística. El tamaño de esta será de cuatro, los países seleccionados. Estos se eligieron por su importancia en la medición de gobierno corporativo y por su relación y cercanía con Argentina. Para comenzar, se analizarán los dos países pioneros en las mediciones del gobierno corporativo, Estados Unidos y Gran Bretaña y por otro lado dos países de América del Sur, los cuales pueden ser más fáciles de comparar con la Argentina, por un lado, Brasil es el principal socio económico y si bien tiene una economía y un mercado de capitales más desarrollado que la Argentina es un buen ejemplo para comparar los rendimientos. Y, por último, Perú posee un mercado similar al argentino y una bolsa de valores en pleno desarrollo.

Los datos seleccionados serán secundarios ya que los mismos ya habrán sido obtenidos por las distintas instituciones encargadas de relevar la información deseada con una finalidad distinta a la del presente trabajo. Los códigos de buenas prácticas se obtendrán de distintas agencias encargadas, según el país de establecerlos, *Security Exchange Commission* (SEC) en Estados Unidos, *Financial Reporting Council* (FRC) en el Reino Unido, el *Instituto Brasileiro de Governança Corporativa* en Brasil, y la Bolsa de Valores de Lima (BVL) en Perú. Por otro lado, se utilizará información sobre el índice que publica *Sustainalytics Inc.* sobre gobierno corporativo en su reporte anual, en un período de cuatro años. Luego, se

buscarán las cotizaciones de las acciones en páginas web tales como *Yahoo Finance* o *Bloomberg*.

Por último, se deberá establecer las variables a utilizar. Las mismas dependen de la unidad de análisis y buscan ser más específicas que la primera. Las variables a utilizar serán los aspectos de cada índice de gobierno corporativo, la evolución del precio de las acciones de las empresas seleccionadas de cada país y las cotizaciones tanto de los índices que cotizan en bolsas como las de las empresas seleccionadas. También se puede establecer como variable la medición de gobierno corporativo en la Argentina, la cual se intentará delinear al final del trabajo.

1: Análisis descriptivo de los códigos de gobierno corporativo.

En este capítulo describirán los códigos de gobierno corporativo en los países seleccionados, revisando su historia y sus principales pilares y principios. De esta manera veremos tanto las similitudes como las diferencias de las distintas mediciones.

1.1: Estados Unidos.

1.1.1: Breve Historia.

La historia del gobierno corporativo en Estados Unidos comienza alrededor del año 1930, luego de la gran crisis mundial que se vivió, encontramos el primer trabajo sobre los costos de agencia, en el cual los autores Berle y Means detallan las primeras divisiones entre propiedad y control en las empresas.³

Durante las décadas de los 70 y los 80, las fusiones y adquisiciones empezaron a tomar relevancia, así como los inversores institucionales, los cuales aparecieron como una importante alternativa en 1974 con el acta *Employee Retirement Income Security Act* (ERISA) de dicho año (Jackson, 2010).

Sin embargo, la primera publicación oficial sobre gobierno corporativo en Estados Unidos llegó en septiembre del año 1997 con el *Statement on Corporate Governance*. Dicha publicación establece como objetivo principal de la compañía la creación de valor para sus accionistas y aclara que la buena gobernanza establece un marco para los problemas (y sus respectivas soluciones) que puedan surgir entre los dueños de la firma y los administradores (The Business Roundtable, 1997).

Un hecho destacable sobre la historia de la gobernanza en Estados Unidos es la publicación de la ley *Sarbanes-Oxley* (SOX) de 2002. Los años previos a la ley se caracterizaron por distintos escándalos financieros de grandes compañías, el principal de ellos es el caso ENRON, en el cual los balances fueron manejados de forma privada, entre la compañía y la empresa de auditoría (la cual quebró luego del escándalo), sin que los accionistas puedan ver la realidad. Este caso sumado a otros tales como Tyco⁴ o Worldcom⁵ llevaron al gobierno de George W. Bush a firmar la ley cuyo nombre oficial es *Sarbanes Oxley Act*. Si bien esta ley no cambió la estructura básica del gobierno corporativo (la administración del

³ (Berle & Means, 1932)

⁴ Los directores modificaron formulas contables para inflar los números del balance (Zaid Ti, 2014).

⁵ El director financiero sobrevaluó los valores de EBITDA e hizo pasar las cuentas de gastos como inversiones a largo plazo, esto generó ingresos ficticios que en realidad eran grandes pérdidas (Zaid Ti, 2014).

día a día de la empresa sigue en manos del directorio elegido por los accionistas), agregó una clara rendición de cuentas por parte del director general y el financiero de la compañía y un control a la empresa de auditoría externa. Todo esto soportado por una serie de penas que pueden incluir hasta la cárcel para los implicados en los casos de estafa (Butler, Goldberg, & Fitzgerald, 2004).

Hoy en día la *New York Stock Exchange* (NYSE) posee su propio código de buenas prácticas, junto con la *National Association of Securities Dealers Automated Quotation* (NASDAQ) los cuales son obligatorios para las empresas listadas en dichos mercados. Sin embargo, hay un grupo de empresas en Estados Unidos que no aceptan este tipo de códigos de gobierno corporativo, ya que no se ponen de acuerdo en los puntos necesarios y más importantes. Es por eso, que un grupo de empresas dedicadas a la propiedad de activos y al capital privado (por ejemplo, BlackRock, State Street Global Advisors, etc.) enunciaron en febrero del 2017 una serie de principios para las compañías enlistadas en Estados Unidos (Foley, 2017). En este código la medición se basa en 6 principios: el directorio y sus explicaciones a los accionistas, derecho a voto e interés económico de los accionistas, el directorio y las perspectivas de los accionistas, estructura de los directores, la efectividad del directorio y los incentivos. Al final del documento aclara que estos principios no aplican a empresas registradas en las bolsas, porque a las mismas les aplica el código establecido por la SEC (Investor Stewardship Group., 2017).

1.1.2: Pilares y Principios

El gobierno corporativo en Estados Unidos tiene una vasta historia, como se ha visto en el apartado anterior. Tal es el caso que hoy en día se pueden encontrar tres códigos diferentes. El primero es más importante es el que desarrollan la *Stock Exchange Commission* (SEC), junto con la NYSE y el NASDAQ.

El código de gobierno corporativo para empresas públicas (ver Tabla N°2) se compone de cinco pilares y un total de dieciséis principios distribuidos entre los mencionados pilares.

Tabla 2: Código de gobierno corporativo para empresas públicas listadas en la SEC.

Pilar 1: Las responsabilidades del directorio.	Principio 1	Características de los directores.
	Principio 2	Aspectos legales.
	Principio 3	Comités del directorio.
	Principio 4	El tiempo de dedicación de los directores.
	Principio 5	El juicio de los directores.
	Principio 6	La evaluación de los directores.
	Principio 7	Ética de los directores.
Pilar 2: Confidencialidad y Transparencia.	Principio 8	Políticas de la empresa.
	Principio 9	La auditoría externa.
	Principio 10	Confidencialidad del material no financiero.
	Principio 11	Canales de información.
Pilar 3: Control Interno.	Principio 12	El control interno y el de control del riesgo.
Pilar 4: Relación con accionistas.	Principio 13	Igualdad de los accionistas.
Pilar 5: Grupos de interés.	Principio 14	Los derechos de los grupos de interés.
	Principio 15	La participación de los empleados.
	Principio 16	La responsabilidad social.

Fuente: (SEC, 2016)

Como se puede observar, es un código corto y sencillo. Toma tanto los códigos emitidos por el G20/OCDE, como los emitidos por Asociación de Naciones del Sudeste Asiático. También asume el concepto de ley, esto significa que su cumplimiento es obligatorio para las empresas que cotizan. Además, cada ítem cuenta con una recomendación y una explicación para las empresas.

Una mirada rápida de los principios nos muestra que la gran mayoría son relacionados a las responsabilidades y características de los directores. Esto, como veremos, se repetirá en la gran mayoría de los códigos. El directorio es el representante del gobierno corporativo de una empresa. Por lo tanto, los pilares principales de los distintos códigos se basarán en el mismo. Por otro lado, una división que podemos marcar es la de accionistas contra grupos de interés. Algunos países dedican más principios a los accionistas que aportan el capital mientras que otros buscaran una mejor relación con los grupos de interés que llevan adelante el funcionamiento operativo de las compañías.

En el caso de la SEC, el concepto más importante es el directorio, seguido por la transparencia de la información y en tercer lugar encontramos a los grupos de interés, los cuales se encuentran por arriba de los accionistas.

Entrando más específicamente en el código, encontramos un apartado que nos introducirá en una de las discusiones posteriores. El punto cinco de la introducción establece que el código no adhiere a la práctica *“one size fits all”*, y aclara que cada empresa deberá

adaptar sus políticas de gobierno corporativo a su tamaño y que el código prevé cierta flexibilidad para esos casos.

A modo personal, me sorprende un principio particular, el número cuatro que habla sobre el tiempo de dedicación de los directores. La explicación de este aclara que todos los directores deben dedicar el tiempo y la atención necesaria a las actividades de la empresa, para que las mismas se puedan desarrollar de manera adecuada y eficiente. Incluye además que se debe dedicar el tiempo necesario para familiarizarse con el negocio de la empresa. Este principio no solo “obliga” a los directores a participar de todas las reuniones, conferencias o comités (por videoconferencia de ser necesario), aclarando que, si se ausenta en un 50% de las reuniones no está dedicando el tiempo necesario y puede ser descalificado del plan de sucesión, sino que además limita la participación de los directores no ejecutivos en otras compañías, estableciendo hasta un máximo de cinco.

El pilar cinco habla de los derechos de los grupos de interés. Es un punto importante para destacar, ya que ninguno de los demás códigos de Estados Unidos que se verán más adelante, nombra a los grupos de interés como tales. La literatura establece que Edward Freeman (1984) fue el primero en ampliar el foco corporativo, puesto hasta esa publicación en los accionistas, a todos los grupos afectados por la operación de la compañía, lo que se denominó *stakeholders* (grupos de interés). Este nuevo concepto tomó relevancia en el área de la responsabilidad corporativa o empresarial, al punto que varios autores establecen que la relación con los distintos grupos se considera el pilar de la discusión sobre la responsabilidad social empresarial (Owen, Swift, & Hunt, 2001) (Boguslaw, 2002), tan fuerte es la teoría que hasta dos autores definen que establecer las expectativas y demandas de los grupos de interés, así como integrarlos a la estrategia corporativa es la herramienta más poderosa para el éxito socialmente responsable (Revilla & Trujillo, 2011). Es muy difícil encontrar una lista de grupos de interés ya que los mismos dependen exclusivamente de cada firma, del sector en el que operan y de los objetivos que poseen. Volviendo al código de buenas prácticas, la primera recomendación habla justamente de este tema, el directorio deberá identificar los grupos y promover la cooperación entre ellos y la compañía para crear riqueza, crecimiento y sustentabilidad. Luego recomienda el trato igualitario entre ellos, en este punto podemos ver una relación con los pilares que tratan de los accionistas, los cuales habitualmente poseen un principio sobre el trato igualitario de los mismos. Por último, aclara que se deben respetar los derechos legales, o contractuales de los grupos y que los mismos deben tener un canal abierto para denunciar cualquier violación a dichos derechos.

El siguiente principio habla de la participación de los empleados (un grupo de interés común en varias compañías), nuevamente es algo distinto a los demás códigos que se verán más adelante en el trabajo dado que promueve la participación de los empleados de distintos niveles en el proceso del gobierno corporativo.

Este código tiene la particularidad que no es aceptado por todas las empresas, principalmente las empresas de propiedad de activos y capital privado. El periodista del *Financial Times* Stephen Foley⁶ describe en un artículo, publicado en la versión electrónica del diario, al gobierno corporativo en Estados Unidos como “*US corporate governance codes are like London buses. You wait ages for one, and then two come along at once*”⁷. Esta comparación con los colectivos británicos la establece debido a que en el año 2017 aparecieron otros dos códigos de buen gobierno corporativo, debido a que las empresas que los desarrollaron no están de acuerdo con los establecidos por la SEC. Un dato de color las empresas que desarrollan cada código difieren en sus ideales no solo con la SEC, sino también con el otro grupo de empresas que estableció un código distinto. El artículo del *Financial Times*, habla de una batalla entre ambos códigos. Las siguientes tablas muestran los pilares y principios de dichos códigos.

En primer lugar, observamos el código “*Commonsense Principles of Corporate Governance*” (Tabla N°3) firmado por una serie de empresas de propiedad de activos y capital privado.

Tabla 3: Commonsense Principles of Corporate Governance

Pilar 1: El directorio: composición y gobernanza interna.	Principio 1	Composición.
	Principio 2	Elección de los directores.
	Principio 3	Nominación de los directores.
	Principio 4	Remuneración de los directores.
	Principio 5	Comités del directorio.
	Principio 6	Edad de retiro de los directores.
	Principio 7	Efectividad de los directores.
Pilar 2: Responsabilidades del directorio.	Principio 8	Comunicación del director con terceros.
	Principio 9	Actividades críticas y armados de agenda.

⁶ Consultado en mayo 2018: <https://www.ft.com/content/e52f6f22-e93c-11e6-893c-082c54a7f539>

⁷ Los códigos de gobierno corporativo en Estados Unidos son como los colectivos en Inglaterra, esperas años por uno y luego vienen dos a la vez.

Pilar 3: Derechos de los accionistas.	Principio 10 Principio 11 Principio 12	Acceso a la información. Igualdad de los accionistas. Junta de Accionistas.
Pilar 4: Reportes públicos.	Principio 13 Principio 14 Principio 15 Principio 16 Principio 17 Principio 18	Transparencia. Estrategia de Negocios. Objetivos a largo plazo. Explicación de la visión. Adquisiciones y Fusiones. Normas GAAP.
Pilar 5: presidente del directorio.	Principio 19 Principio 20 Principio 21	Responsabilidades. Presidente y CEO. Director Independiente.
Pilar 6: Plan de sucesión del <i>management</i> .	Principio 22 Principio 23	Evaluación de candidatos. Comunicación a los accionistas.
Pilar 7: Remuneración del <i>management</i> .	Principio 24 Principio 25 Principio 26 Principio 27 Principio 28 Principio 29 Principio 30	Remuneración competitiva. Término corriente y de largo plazo. Términos Cualitativos de la remuneración. Pago en acciones. Pago de dividendos. Premios. Políticas de recupero.
Pilar 8: El papel de los dueños del capital (como accionistas de la empresa)	Principio 31 Principio 32 Principio 33 Principio 34 Principio 35 Principio 36	Objetivos a Largo plazo. Seguimiento de las votaciones. Evaluación de la performance del directorio. Alcance de las decisiones. Reclamos constructivos. Información.

Fuente: (Governances Principles, 2017)

Como se puede observar en una primera pasada, es un código mucho más completo y complejo que el establecido por la SEC. Cuenta con más pilares y con más principios. En un primer momento, podemos distinguir un principio sobre la comunicación con terceros involucrados y a simple vista esto parece agregar el tema de los grupos de interés que se describió en el código anterior. Pero cuando se recurre a las explicaciones del principio, el mismo habla de las relaciones entre el directorio y los accionistas y la prensa

como terceros involucrados. Con respecto a los primeros, aclara que se debe establecer una política de comunicación, como por ejemplo un director designado para la conversación entre ambas partes, mientras que, para los segundos, sólo se puede recurrir a la prensa en caso de que el directorio lo apruebe y se encuentre en línea con la política de la firma.

Por otro lado, vemos la aparición de nuevas entidades dentro de los pilares. Para empezar, se habla mucho más de los accionistas que en el código anterior. Esto se da debido a las empresas que firmaron el código, las mismas tienen mucha más relación y dependencia del capital aportado por los accionistas. Por otro lado, vemos un pilar dedicado a los reportes públicos a presentar, con un principio clave en este tipo de empresas: las adquisiciones y fusiones. Durante los años 2005 y 2006 se da el denominado “*Age of mega buyout*”, fueron dos años donde las empresas de capital privado se dedicaron a comprar muchas empresas, apalancándose y poniendo el mismo negocio como garantía, a este tipo de fusiones se lo denomina *Leveraged Buyout* (Samuelson, 2007). Luego de tantos años, este tipo de compañías mantiene la estrategia de compra, por lo que agregó en sus códigos de gobernanza las adquisiciones y fusiones. La explicación del principio es reducida, pero recomienda que la compañía deba explicar cuándo y cómo se realizaran las actividades de fusiones y adquisiciones o la erogación de grandes cantidades de capital.

Siguiendo con las diferencias, vemos que dedican varios pilares a la composición de las gerencias y del *management*. Bajando un nivel del directorio, también le dan importancia a esta escala de la compañía. Con respecto al plan de sucesión, mencionado en el pilar seis, las explicaciones recomiendan que toda actividad relacionada a dicho plan sea consultada y en algunos casos aprobada, no solo por el directorio sino también por los accionistas. En este tipo de empresas, ninguna actividad se realiza sin previa aprobación de los accionistas. En el pilar sobre la remuneración se puede distinguir un principio sobre pago en acciones. El código recomienda pagar una parte substancial del sueldo del *management* en acciones, acciones preferenciales u otros instrumentos de *equity* (en algunas empresas puede llegar a ser el 50% o más), de esta manera se busca alinear los objetivos de los managers a los objetivos de largo plazo de la compañía.

Por último, hablan de un tipo especial de accionistas, los dueños del capital (*assets managers*), los mismos actúan en nombre de sus clientes y son propietarios de muchas acciones de empresas públicas. De esta manera, pueden influir en las decisiones de gobierno corporativo.

Un principio que llama la atención es el de críticas constructivas. En el mismo se aclara que los accionistas pueden realizar críticas al directorio (y viceversa), siempre y cuando

sean constructivas y proactivas para generar confianza entre ambas partes, lo cual es saludable.

Un segundo grupo de empresas realiza el siguiente código:

Tabla 4: Corporate Governance Principles For US Listed Companies

Pilar 1: El directorio y sus explicaciones a los accionistas.	Principio 1	Elección y evaluación del directorio.
	Principio 2	Tiempo entre elecciones.
	Principio 3	Renuncia de directores.
	Principio 4	Nominación de directores.
	Principio 5	Acciones anti-fusión.
	Principio 6	Información.
Pilar 2: Derecho a voto e interés económico de los accionistas.	Principio 7	Una acción, un voto.
	Principio 8	Revisión de las clases de acciones.
Pilar 3: El directorio y las perspectivas de los accionistas.	Principio 9	Propuestas de los accionistas.
	Principio 10	Oposición de los directores.
	Principio 11	El rol de los directores independientes.
	Principio 12	Reacciones de los accionistas.
Pilar 4: Estructura del directorio.	Principio 13	Independencia.
	Principio 14	Presidente independiente o directores independientes.
	Principio 15	El rol de los directores independientes.
Pilar 5: Efectividad del directorio.	Principio 16	Experiencia.
	Principio 17	Cantidad de directores independientes.
	Principio 18	Comités del directorio.
	Principio 19	Responsabilidades.
	Principio 20	Asistencia a las juntas de directores.
	Principio 21	Acceso a la información.
	Principio 22	Evaluación del directorio.
Pilar 6: Incentivos.	Principio 23	Objetivos de performance.
	Principio 24	Adecuación de los incentivos ante nuevos objetivos.

Fuente: (Investor Stewardship Group., 2017)

Este código está firmado por un grupo denominado *Investor Stewardship Group*, el cual en su página se denominan como un grupo de las empresas más grandes de Estados Unidos de manejo de activos y dueños de los mismos. Este tipo de empresas se juntaron para unir a todos los tipos de inversores y establecer un marco común de estándares para la inversión.

Este nuevo código dedica muchos pilares al directorio, y algunos a los accionistas. A grandes rasgos, se asemeja más al descrito en la tabla N°3, que al código de la SEC.

El pilar uno explica como los directores deben ser responsables de sus actividades ante los accionistas, éstos tienen todo el control sobre el directorio y hasta deben elegirlos, según el principio dos, cada año. En el principio siguiente se determina que los directores que no reciban la mayoría de los votos por parte de los accionistas anualmente deberán presentar

su renuncia al resto del directorio, el cual debe aceptarla o establecer una razón robusta para declinarla.

Al igual que el código de la tabla N°3, éste pone en discusión el tema de adquisiciones y fusiones. En el principio cinco establece que, si el directorio decide tomar medidas para evitar una fusión hostil, debe informarles a los accionistas por qué dichas acciones beneficiarán a la compañía en el futuro. Una fusión hostil aparece cuando una empresa o un grupo de empresas decide comprar a otra, pero la oferta no fue consultada, ni negociada con el directorio de la empresa a comprar (Morck, Shleifer, & Vishny, 1988). Para defenderse de estos ataques externos hay una serie de acciones que puede llevar a cabo el directorio de la empresa que se intenta adquirir de manera hostil. Entre ellas podemos encontrar la búsqueda de un adquirente amistoso, la transferencia de activos esenciales, la adquisición de activos y deudas, la recompra de acciones, la persuasión o el litigio (Puccio, 2001). Este tipo de acciones pueden ser poco beneficiosas para los accionistas, por lo que el principio aclara que se deben detallar y explicar su beneficio para la compañía ante la junta.

Comparando los principios cuatro y siete se puede descubrir una contradicción, el primero aclara que los accionistas con más acciones o que hayan poseído cierta cantidad de acciones por un cierto periodo de tiempo tendrán ventajas en las nominaciones que se hacen sobre los directores nuevos. Mientras que el principio siete, aclara que todas las compañías del grupo deben adherir al principio de una acción, un voto y de esta manera evitar un trato no igualitario entre todos los accionistas. Por un lado, se busca la igualdad de todos los poseedores de acciones, sin embargo, también se estimula al beneficio de los que poseen más acciones, o que poseen las mismas por una cantidad de tiempo suficiente.

El pilar tres nos muestra más indicios del poder que deben tener los accionistas por sobre el directorio, en el mismo establece que los poseedores de acciones pueden realizar propuestas para la compañía (mientras tengan el apoyo de la junta directiva) y en caso de negarlas, el directorio deberá explicar detalladamente porque se rechazó. Dentro de este pilar, encontramos además el principio doce, el cual aclara que el directorio debe trabajar para el beneficio de los accionistas.

Podemos ver cómo Estados Unidos posee tres códigos de conducta con pilares similares y algunos muy diferentes. La principal coincidencia entre todos es el trato hacia el directorio, por lo que se puede deducir la importancia que se le da al directorio como la representación del gobierno corporativo en las empresas, lo que se encuentra en línea con las definiciones vistas en el marco teórico.

Por otro lado, surgen muchas diferencias según el tipo de empresas o grupos de empresas que establecen el código. El mercado de Estados Unidos es el más grande del mundo, imaginemos por unos instantes que pasaría si cada sector o industria estableciera su código de gobernanza. Tendríamos cientos de códigos y cada uno le daría más importancia a un grupo de interés distinto, dificultando el cumplimiento por parte de las empresas y el control por parte de los organismos competentes.

1.2: Reino Unido.

1.2.1: Breve Historia.

La historia del gobierno corporativo en el Reino Unido comienza con la discusión sobre gobernanza, no solo en las islas británicas sino también en el mundo. El *Cadbury Code* de 1992, no solo sentó las bases para las nuevas regulaciones, sino que además impuso el concepto de cumpla o explique, el cual fue elegido por muchos países para la implementación de sus respectivos códigos.

Así como ocurrió en Estados Unidos, un caso enigmático dio el puntapié inicial para establecer un código de buena práctica. En el año 1991, la empresa *Mirror Group*, propiedad de Robert Maxwell declaró pérdidas millonarias luego de que su propietario muriera de manera sospechosa mientras navegaba por las Islas Canarias el año anterior. Los acreedores de la firma empezaron a presionar por cobrar sus deudas, lo que llevó a una investigación sobre el caso, en la cual se descubrieron estafas y movimientos sospechosos de plata dentro de la compañía, por ejemplo, se comprobó la falta de más de 400 millones de libras esterlinas de los fondos de pensión de los empleados (Prokesch, 1992).

En esta situación Sir Adrian Cadbury⁸ estableció un comité encargado de evaluar la gobernanza en el Reino Unido con la ayuda del *Financial Reporting Council* y de *London Stock Exchange*, el resultado de esto fue un código voluntario con el objetivo de crear las mejores prácticas, establecer presiones para su adopción y permitir un intervalo de tiempo para su absorción (Arcot & Bruno, 2005).

Luego de los escándalos que llevaron a la ley SOX en Estados Unidos, en Inglaterra comenzó un debate el cual estuvo a cargo de Derek Higgs, el cual emitió un reporte en 2003. Si bien no se habían registrado escándalos financieros en el Reino Unido, se necesitaba una revisión dado los últimos acontecimientos mundiales. En el apartado

⁸ Presidente de Cadbury and Cadbury Schweppes 1965-1989.

“*Making Change Happen*” el autor no recomienda cambiar el enfoque, ya que es muy utilizado en el mundo por sus buenos resultados, pero sí sugiere una serie de modificaciones al código original (Higgs, 2003).

Hoy en día el país se mantiene en la filosofía de cumpla o explique y posee un código establecido por el *Financial Report Council* denominado “*The UK Corporate Governance Code*” el cuál fue emitido en el año 2016 y consta de 5 principios: Liderazgo, Efectividad, Contabilidad, Remuneración y Relación con los accionistas. Y sigue manteniendo como base los conceptos introducidos por el Cadbury Report (Financial Reporting Council, 2014).

1.2.2: Pilares y Principios.

El *Financial Reporting Council* es una empresa establecida en el Reino Unido que regula contadores, auditores y actuarios y establece los códigos de buenas prácticas corporativas y de administración de las islas británicas y de Irlanda. En su página web⁹ establece que su objetivo principal es la de mostrarle a los inversores que es posible confiar en los reportes financieros emitidos por las compañías.

El código se emite desde el año 1992. En total se han establecido trece códigos para llegar al actual del año 2016.

Tabla 5: UK Corporate Governance Code 2014.

Pilar 1: Liderazgo	Principio 1 Principio 2 Principio 3 Principio 4	El rol del directorio. División de responsabilidades. El presidente. Directores no ejecutivos.
Pilar 2: Efectividad.	Principio 5 Principio 6 Principio 7 Principio 8 Principio 9 Principio 10 Principio 11	La composición del directorio. El nombramiento de los miembros. Compromiso. Desarrollo. Información y Soporte. Evaluación. Reelección.
Pilar 3: Contabilidad.	Principio 12 Principio 13	Reportes financieros y del negocio. Control del riesgo y control interno.
Pilar 4: Remuneración.	Principio 14 Principio 15	Los niveles y la composición de la remuneración. Procedimientos.
Pilar 5: Relación con accionistas.	Principio 16 Principio 17	Dialogo con los accionistas. Uso constructivo de las asambleas.

Fuente: (Financial Reporting Council, 2014)

⁹ <https://www.frc.org.uk/>

Este código establece solo cinco pilares y es muy similar al establecido por la SEC. En él se detallan los principales lineamientos que el directorio debe cumplir, luego se mencionan los reportes financieros a ser entregados y por último se habla de la relación que debe existir entre los accionistas y el directorio.

Según el FRC, el objetivo principal del código es: facilitar una gestión eficaz, emprendedora y prudente para ofrecer el éxito a largo plazo de la compañía. Esto facilitará la comprensión de los distintos pilares y principios.

El pilar uno es muy similar a los demás códigos analizados y describe el directorio de manera detallada. En el pilar dos podemos encontrar un punto interesante, el principio siete habla sobre el compromiso de los directores. Este punto lo vimos en el código presentado en la tabla N°2, y aclara que los directores deben dedicarle el suficiente tiempo a la compañía para realizar sus tareas de manera eficiente. Este principio se dedica más al momento de elegir un nuevo presidente o miembro del directorio, el cual deberá aclarar en una carta presentada para su elección el tiempo disponible que posee para realizar las actividades del cargo. A diferencia del código de la SEC en Estados Unidos, en Inglaterra se aclara que no se deberán poseer más de un solo cargo como director ejecutivo en empresas que coticen en la Bolsa de Londres.

Un pilar que aparece por primera vez es el número tres, contabilidad. Como se aclaró al principio del apartado, el FRC tiene como objetivo principal mostrarles a los inversores que se puede confiar en los balances presentados por las compañías. Es por esto que dedica un pilar con dos principios a la contabilidad y a la presentación de informes. En su primer principio aclara que el directorio es el responsable de que la información presentada a cualquier organismo debe ser justa, equilibrada, comprensible y alineada con los requerimientos legales de la entidad que la reclama.

A diferencia de los códigos de Estados Unidos, solamente habla de los accionistas en el último pilar, con dos principios que describen el diálogo y el uso constructivo de las reuniones con los mismos.

1.2.3: No todo es color de rosas.

La literatura británica sobre el código de conducta es muy positiva. Un artículo publicado en la página web del diario *The Guardian* en febrero de 2017, habla de los castigos que pueden recibir los directores de las empresas británicas por la sobreremuneración que perciben. Según cuenta su autor, Jill Treanor, el sueldo de los directores aumentó

exponencialmente en los últimos 20 años. Si se sigue con esta política se llegará a un sobrepago de sueldos, como puede verse en las empresas de Estados Unidos (Treanor, 2017). El artículo termina con la potestad que está adquiriendo el código de buena conducta británico para frenar este problema.

Sin embargo, no todo lo que se escribe es bueno para el código. El libro escrito por Tom Brown (2017), un economista miembro de siete directorios y presidente de doce empresas públicas del Reino Unido, establece tres críticas muy importantes al código británico:

- La primera tiene que ver con la ingeniería del código de buenas prácticas, el concepto de gobernanza se desarrolla sobre algo que salió mal y en base a eso se establecen reglas y procesos para evitar que esto vuelva a suceder. Por lo tanto, un código diagramado en base a un problema específico puede no servir para resolver todos los problemas del gobierno corporativo. Esto aplicado al mundo empresarial, establece que el código puede ser adaptable a algunas empresas, pero no a todas.
- El segundo punto que describe el autor es la destrucción del propósito de la junta directiva de una empresa. La misma ya no trata solo la administración de la compañía, sino también lo relacionado al cumplimiento y la supervisión.
- Por último, habla de la proliferación del comité de auditorías, remuneración y contratación. Explica que no solo buscan la solución más simple (y no la más conveniente), sino que además ponen en duda el liderazgo del director ejecutivo de la compañía.

1.2.4: Comparación de códigos: Estados Unidos y Gran Bretaña

El primer punto en comparación es la cantidad de códigos que tiene cada país. En el apartado anterior se describió que Estados Unidos posee tres, mientras que Inglaterra uno solo. El mismo Tom Brown explica un ejemplo del problema de la ingeniería en un artículo para el *Financial Report Council* (casualmente el mismo que establece el código de buenas prácticas en Inglaterra), en un grupo económico del cual participó se promovió a un contador a *Chief Financial Officer* (CFO), ubicándolo en la escala más baja remuneración. Luego de un año y con los objetivos cumplidos, se le otorgó un aumento del 15% lo cual lo dejó en una mejor posición, pero todavía por debajo de la media para su posición. Los accionistas no estuvieron de acuerdo con esto, dado que era un aumento muy alto, comparado con los demás de la compañía. Las demás compañías evitan esto, poniendo candidatos no probados en puestos de jerarquía y con pagas muy altas. Por eso el

autor termina aclarando que el código único de gobernanza sólo logra que hacer lo correcto te meta en problemas (Brown, 2017).

Brown es la principal figura en la discusión sobre los códigos de gobernanza unificados. Pero no es la única voz. El Banco Mundial (BM) aclara que no hay un solo modelo de gobierno corporativo, aunque la globalización está trayendo armonización. Los sistemas tanto legales, tradicionales, regulatorios y hasta culturales varían de país en país, por lo que también deben variar los códigos (Iskander & Chamlou, 2000). Por otro lado, la OCDE, la cual, si bien establece los códigos generales de buenas prácticas de gobierno corporativo, posee un apartado para cada país en especial. Si bien esta teoría se basa en países, es aplicable con algunas mejoras a las empresas de un mismo país, dado que, si bien los sistemas legales no son diferentes, las empresas tendrán distintos objetivos, invertirán en distintos negocios, buscarán distintos clientes y se manejarán en industrias muy diferentes. Es por eso por lo que adhiero a la conclusión que los gobiernos corporativos no pueden estandarizarse (Mekonen & Bereket, 2015).

El segundo punto en esta discusión de modelos habla sobre la destrucción de la junta directiva y sus tareas en el código de gobierno británico. En este caso la disputa no será entre Estados Unidos y Gran Bretaña, dado que ambos adhieren al mismo modelo, pero sí, con el resto de Europa y Asia. Por un lado, tenemos el modelo angloamericano, un modelo con un nivel único, donde la junta es un órgano de un solo nivel con directores ejecutivos y no ejecutivos unidos para enderezar el camino de la compañía. Mientras que el modelo británico, y esta es la principal crítica de Brown, posee una junta directiva dividida en dos niveles con un consejo de supervisión compuesto por directores no ejecutivos, los cuales controlan las decisiones de los directores ejecutivos (VW Staff, 2013). La crítica de Brown es sobre la tarea que posee la junta, según el autor la junta solo debe encargarse del negocio de la compañía, no de tratar con los accionistas.

En este punto podemos encontrar un problema de liderazgo, por un lado tenemos un modelo con un nivel único donde el presidente de la compañía y el CEO pueden ser la misma persona, por lo que el liderazgo quedará bien definido, mientras que por otro lado, en el modelo de dos niveles, el liderazgo nunca quedará definido, y la dualidad del CEO¹⁰ no será posible (Solomon, 2004). Inglaterra y Estados Unidos adhieren al primer modelo, sin embargo, en el país europeo, tanto el reporte de Cadbury como el realizado por Dereck Higgs en el 2003, recomiendan separar ambas personas y dejar de lado la dualidad para

¹⁰ Cuando una sola persona posee las responsabilidades de CEO y presidente de la compañía (Anand, 2007).

combatir los costos de agencias que esto puede generar. La solución a esta discusión que propone la literatura es tan sencilla como fácil de encontrar. Algunos países como por ejemplo Francia y Holanda autorizan en sus códigos de buen gobierno corporativo a elegir entre un modelo de un solo nivel o un modelo de dos niveles (De Moor, 2014). De esta manera, cada empresa podrá elegir si desea separar el control y la propiedad de la empresa de manera definitiva, adoptando un sistema de dos niveles, donde la junta ejecutiva solo se encargará del funcionamiento de la firma, mientras que la junta no ejecutiva de la supervisión u optar por un modelo de un solo nivel y dentro de este optar por la dualidad del CEO o no, como recomiendan los reportes en los cuales se basa el código de gobernanza del Reino Unido.

En el último punto, el autor va en contra de una recomendación que poseen la gran mayoría de los códigos de gobernanza, incluso la OCDE describe la importancia de los comités en un apartado del *FactBook*. El comité de auditoría es el más reglamentado, un total de 89% de países obligan a poseer un comité de auditoría independiente, mientras que un 19% reglamenta el comité de nominaciones y un 32% el comité de remuneraciones (OECD, 2017). El autor alega que estos comités le quitan liderazgo a la compañía y que cada uno tomará decisiones independientes y simples para cubrirse, y no las mejores para la firma. El autor se contradice en este punto, dado que en un primer momento aboga por quitar el liderazgo de la compañía, mediante el uso de directorio de dos niveles y ahora critica la falta de liderazgo del director. Es difícil encontrar en la literatura voces en contra de los comités de auditoría, de remuneraciones y de contrataciones, por lo que adhiero a que no deberían llevar a mal puerto como establece Brown.

1.3: Brasil.

1.3.1: Breve Historia.

Brasil posee, a diferencia de los otros países estudiados, una institución sin fines de lucro, encargada específicamente del gobierno corporativo. El instituto Brasileño de Consejeros para la Administración fue creado el 27 de noviembre de 1995 y luego cambió de nombre por el Instituto Brasileño de Gobierno Corporativo (IBGC). En su página web¹¹ el instituto describe como su principal propósito “Ser una referencia en gobierno corporativo, contribuyendo al ejercicio sostenible de las organizaciones y con influencia en los agentes de nuestra sociedad hacia una mayor transparencia, justicia y responsabilidad”. Dicho

¹¹ <http://www.ibgc.org.br/index.php/es>

instituto emitió un total de cinco ediciones de su código de buenas prácticas corporativas, actualizando las variables cada cinco años aproximadamente. El objetivo principal del código es indicar el camino a seguir para los distintos tipos de empresas que la ley brasileña permite (sociedades anónimas de capital abierto o cerrado, limitadas o sociedades civiles) para facilitar su acceso al capital externo (González, 2002).

Hoy en día está en vigencia la quinta edición del “*Código das Melhores Práticas de Governança Corporativa*” el cual posee cinco pilares: Socios, Consejos de Administración, Dirección, Órganos de fiscalización y control y Conducta y conflicto de intereses. Es uno de los códigos más extensos que hay y adhiere al principio de cumpla o explique (Instituto Brasileiro de Governança Corporativa, 2016).

1.3.2: Pilares y principios.

El Instituto Brasileiro de Gobernanza Corporativa define en su página web al gobierno corporativo como: “El Gobierno corporativo es el sistema por el cual las organizaciones son dirigidas, monitoreadas e incentivadas, incluyendo las prácticas y las relaciones entre propietarios, Junta Directiva, dirección ejecutiva y órganos de control”. Se puede observar como lo indica la definición, que todos los grupos de interés tendrán su apartado en este código, a diferencia de los ya descriptos. Los cinco pilares del código se componen de cincuenta y ocho principios como vemos en la tabla N°6:

Tabla 6: Código de mejores prácticas de gobierno corporativo

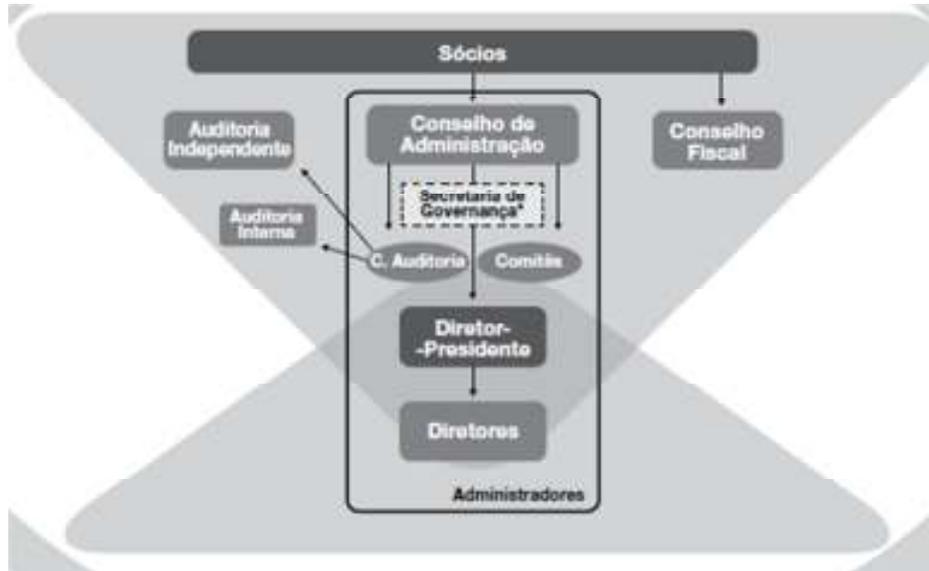
Pilar 1: Socios	Principio 1	Una acción, un voto.
	Principio 2	Estatuto/Contrato Social
	Principio 3	Mecanismos de protección contra la toma de control
	Principio 4	Mediación y arbitraje.
	Principio 5	Acuerdo entre los socios.
	Principio 6	Asamblea General.
	Principio 7	Transferencia de Control.
	Principio 8	Liquidez de títulos.
	Principio 9	Política de Dividendos.
	Principio 10	Consejo de familia.
Pilar 2: Consejo de administración.	Principio 11	Asignaciones.
	Principio 12	Composición.
	Principio 13	Número de miembros.
	Principio 14	Clases de consejeros.
	Principio 15	Consejeros independientes.
	Principio 16	Plazo de mandatos.

	<p>Principio 17 Disponibilidad de tiempo.</p> <p>Principio 18 Presidente del consejo.</p> <p>Principio 19 Consejeros suplentes.</p> <p>Principio 20 Evaluación de los consejeros.</p> <p>Principio 21 Evaluación del presidente.</p> <p>Principio 22 Planificación de la sucesión.</p> <p>Principio 23 Introducción de nuevos consejeros.</p> <p>Principio 24 Educación de los consejeros.</p> <p>Principio 25 Consejos interconectados.</p> <p>Principio 26 Remuneraciones.</p> <p>Principio 27 Presupuesto del Consejo.</p> <p>Principio 28 Consejo consultivo.</p> <p>Principio 29 Reglamento Interno.</p> <p>Principio 30 Comités.</p> <p>Principio 31 Auditoría.</p> <p>Principio 32 Secretaría de gobernanza.</p> <p>Principio 33 Reuniones del consejo.</p> <p>Principio 34 Confidencialidad.</p> <p>Principio 35 Relaciones del consejo.</p>
Pilar 3: Dirección.	<p>Principio 36 Asignaciones.</p> <p>Principio 37 Indicación de los directores.</p> <p>Principio 38 Relación con las partes interesadas.</p> <p>Principio 39 Transparencia.</p> <p>Principio 40 Papel del directorio en el código de conducta.</p> <p>Principio 41 Evaluación de la directiva.</p> <p>Principio 42 Remuneración de la directiva.</p> <p>Principio 43 Acceso a las instalaciones, información y archivos.</p>
Pilar 4: Órganos de fiscalización y control	<p>Principio 44 Comité de auditoría.</p> <p>Principio 45 Consejo Fiscal.</p> <p>Principio 46 Auditoría independiente.</p> <p>Principio 47 Auditoría Interna.</p> <p>Principio 48 Gestión del riesgo y control interno.</p>
Pilar 5: Conducta y conflicto de intereses.	<p>Principio 49 Código de Conducta.</p> <p>Principio 50 Canal de denuncias.</p> <p>Principio 51 Comité de conducta.</p> <p>Principio 52 Conflicto de intereses.</p> <p>Principio 53 Transparencia entre partes relacionadas.</p> <p>Principio 54 Uso de información privilegiada.</p> <p>Principio 55 Política de negociación de acciones.</p> <p>Principio 56 Política de divulgación de información.</p> <p>Principio 57 Política sobre contribuciones y donaciones.</p> <p>Principio 58 Política de prevención y detención de actos ilícitos.</p>

Fuente: (Instituto Brasileiro de Governança Corporativa, 2016)

En este caso nos encontramos con distintas maneras de llamar a las cosas, quizás afectadas por las traducciones. El reporte emitido por el IGBC muestra un cuadro que considero oportuno para establecer bien los grupos de interés que aparece en el cuadro.

Gráfico 1: Estructura de la Gobernanza Corporativa.



Fuente: (Instituto Brasileiro de Governança Corporativa, 2016)

En primera instancia vemos la palabra “socios”, que no se había visto todavía en este trabajo, pero que representara en el idioma portugués a los accionistas. El consejo de administración será el representativo del directorio y por último aparece una nueva figura que ningún otro código distingue: secretaría de gobernanza. Esta recomendación del código establece que el directorio puede poseer una secretaría que lo apoye en el ejercicio de sus actividades y establece una lista de acciones y recomendaciones para dicha secretaría. Debe estar al mando de una profesional, reportar directamente al presidente, sus objetivos deben definirse según la complejidad de la empresa y sus actividades de gobierno corporativo, debe mantener informado a todos los grupos de interés sobre las actividades que realiza e incluir temas de gobierno corporativo en la agenda del directorio. A grandes rasgos, se asemeja a un comité del directorio, pero exclusivo de gobierno corporativo. Algo novedoso en los códigos analizados y muy bueno para su aplicación.

En el pilar uno, vemos principios similares a los que ya veníamos analizando. Una acción, un voto, para mantener la igualdad de los accionistas, y los mecanismos para defenderse de las adquisiciones hostiles. Brasil es el país de América Latina donde más valor tienen las adquisiciones y fusiones, muy alejado se encuentra, en segundo lugar, México. Durante el 2015 en América Latina se llevaron a cabo 997 fusiones y adquisiciones, siendo el 44% de

las mismas en Brasil. Mientras que, en el año 2016 de un total de 1290 procesos, Brasil concretó el 46% de los mismos (Deloitte, 2017). En este contexto no debe sorprender que el gobierno corporativo intente establecer medidas para las fusiones hostiles. Por su parte el principio establece que de suceder esto, el directorio debe buscar mejores ofertas para la compañía en beneficio de todos los accionistas.

Un detalle sobre este principio es que divide a las empresas que poseen un accionista controlador del grupo. Este tipo de empresas no ingresan en la recomendación y aclara que de ninguna manera las prácticas para evitar las fusiones hostiles deben interceder en el objetivo de los accionistas controladores de la compañía. Por otro lado, aclara que estas prácticas, de ser tomadas, deben ser muy cuidadosas ya que no deben interferir en tomas de posesión amistosas o convertir la operación en una compra de acciones por un grupo mayoritario.

Siguiendo en el mismo pilar encontramos un principio que habla de la liquidez de los títulos. Este principio establece que las empresas deben mantener un número de acciones en circulación y de esta manera esforzarse para mantener la liquidez de los títulos en la bolsa, estableciendo la distinción de que los títulos son las acciones de las empresas cotizantes.

Por último, el pilar de accionistas finaliza con la recomendación de establecer un código de familia. La descripción de este aclara: “Órgano responsable de mantener asuntos de orden familiar separados de los asuntos de la organización con el fin de evitar interferencia indebida con los objetivos de la organización”. La recomendación se encuentra destinada a empresas pequeñas dominadas por una misma familia e intenta diferenciar los intereses personales de cada miembro con los de la firma. La Universidad de St. Gallen en Suiza posee un centro que estudia las empresas familiares más grandes del mundo, estableciendo un ranking. Brasil posee catorce firmas en un total de 500 analizadas por la institución. En todo el continente americano es el segundo país que más posee, atrás de Estados Unidos (126) y compartiendo el puesto con México (14). Entre las empresas podemos encontrar a JBS una empresa de consumo masivo y *retail*, las constructoras Odebrecht y Camargo Correa o bancos tales como el Itaú y el Bradesco¹².

En el pilar dos nos encontramos con el directorio, en este caso el código diferencia al director general o presidente de la compañía con los directores miembros, a los cuales llama consejeros. Como vimos en los demás ejemplos, se habla de directores

¹² Información obtenida del sitio <http://familybusinessindex.com/> en diciembre 2017

independientes, de cantidades, de tareas, de remuneración, de evaluaciones. Y nuevamente encontramos un principio haciendo referencia al tiempo que deben dedicar los directores a las actividades de la empresa. A diferencia de los anteriores ejemplos, la explicación de código brasileiro aclara que no solo es suficiente con asistir a las reuniones de directorios, sino que además debe respetar los derechos fiduciarios establecidos en la ley de diligencia y cumplir con la lealtad que le exija la compañía, y los grupos de interés. Con respecto al número de directorios que puede ocupar una persona, el código lo delega al reglamento interno de cada compañía según su tamaño y su complejidad. En esta línea, el principio veinticinco establece que los directores deben informar sobre cualquier conflicto de interés que se presente en caso de pertenecer a varios directorios y el mismo será evaluado por los demás directores.

El principio veintiocho nos habla de un consejo consultivo. El mismo se define como un consejo similar al directorio, pero que no tiene la responsabilidad de tomar decisiones, ni de integrar la administración. Sin embargo, es muy importante para las empresas que están comenzando a adoptar las buenas prácticas de gobierno corporativo.

Finalmente, el código brasileiro dedica un pilar entero al conflicto de intereses. Es un tema ya mencionado en este apartado por lo que se puede considerar de vital importancia para el IBGC.

Las recomendaciones incluyen un código de conducta, algo muy común en la temática de la responsabilidad social empresaria, un canal de denuncias, que debe pertenecer a dicho código de conducta, donde todos los interesados en la compañía puedan dar sus opiniones, críticas, denuncias para combatir los fraudes y la corrupción, un comité de conducta, con el objetivo de elevar el tema de conducta a niveles de directorio y encargado de implementar, diseminar, tratar, revisar y actualizar el código de conducta y los canales de comunicación del mismo.

Por otro lado, establece las prácticas a realizarse en caso de conflictos de intereses y uso de información privilegiada. El segundo lo define como una práctica no ética y que viola el principio de equidad, poniendo en riesgo no solo la integridad del mercado sino también a la compañía y a sus socios. Esta práctica ilegal puede tener responsabilidades civiles y hasta penales.

1.3.3: ¿Y en la práctica?

Este último pilar lo considero muy importante, dado los últimos acontecimientos ocurridos en Brasil. Los escándalos de corrupción, coimas, e información privilegiada llevaron al expresidente Lula Da Silva a prisión, y también se relacionó por el mismo delito a la expresidenta Dilma Rousseff, la cual perdió su cargo más adelante. En el mismo se vieron involucradas empresas como Petrobras, Odebrecht y Camargo Correa (nuevamente aparecen en consideración, antes como empresas familiares), acusadas de sobreestimar los precios de los trabajos realizados por la petrolera.

Un estudio muy interesante describe los conceptos del código que rompe la empresa estatal. En primer lugar, al tener un socio mayoritario que ostenta más del 51% de las acciones (el estado brasileiro), rompe el concepto de equidad de los accionistas, pudiendo solamente un grupo tomar las decisiones de la firma. Segundo, el concepto de transparencia tampoco se respeta dado que en el año 2014 la empresa Petrobras debía presentar el balance del tercer trimestre en noviembre de dicho año. La empresa postergó la entrega, hasta el año 2015 y el mismo fue presentado sin revisión y aprobación de auditorías independientes. Sumado a esto, en dicho balance no se informaron pérdidas, mientras que, en la publicación oficial de abril de 2015, sí aparecieron las pérdidas (Da Silva, Kramer, Do Nascimento, Costa Reis, & Souza, 2015).

El caso de la petrolera es muy significativo, dado que mezcla la gobernanza de una compañía que cotiza en bolsa con el manejo de ésta por parte del estado. El objetivo principal en este caso es que la gobernanza corporativa minimice la interferencia del Estado. Por lo tanto deberá sugerir actividades relacionadas a la independencia de la firma y de esta manera los grupos de interés serán tratados con equidad y ninguno beneficiado a costa de otros (De Andrade Filho, 2015).

El autor brasileiro establece una teoría muy profunda, el gobierno corporativo en las empresas estatales debe limitar la presencia del estado. Siguiendo en esa línea, pero no de manera tan estricta, encontramos autores que aclaran que el gobierno corporativo en empresas de propiedad estatal debe ser consciente de sus derechos de propiedad y administración. Lo que incluye labores de control regular del desempeño con criterios fijos y objetivos, responsabilidades a la hora de ejercer injerencia política y respeto por el ambiente empresarial en el que se lleva a cabo la actividad. De esta manera además logran dar un ejemplo a las demás empresas radicadas en su país (CAF, 2012). Paradójicamente, el informe mencionado termina con la siguiente frase: “Hoy en día, Petrobras es una empresa comprometida tanto con alinear las expectativas de los propietarios con el impacto económico y social de sus acciones, como por la adopción de

estándares internacionales vía regulatoria y voluntaria, convirtiéndose en un claro ejemplo de cómo el proceso de democratización del capital accionario es un mecanismo impulsor para iniciar la ruta de fortalecimiento y el compromiso de la empresa con el Gobierno Corporativo” (CAF, 2012, pág. 35). La historia reciente no se condice con el informe presentado en el 2012.

También se suma a esta teoría la OCDE, estableciendo que el estado debe actuar como propietario activo de la firma, y establecer una clara y consistente política de propiedad para asegurar que la gobernanza sea transparente y responsable (OCDE, 2005).

El caso de Brasil es muy oportuno para analizar en la práctica la literatura mencionada, dado que no solo posee varias empresas estatales cotizantes en bolsas internacionales, sino que además ocurrieron recientemente hechos de corrupción muy profundos. Los gobiernos brasileros, como la mayoría de los gobiernos en América Latina, son muy inestables, los ideales políticos cambian constantemente y cada nuevo gobierno puede ir en una dirección totalmente contraria a la del gobierno saliente. Las empresas estatales son creadas inicialmente para beneficiar a la sociedad, pero es muy común que beneficien solamente al partido político de turno, y están muy expuestas a actos de corrupción (IFR, 2015). El autor del informe del *International Finance Corporation*, Philip Armstrong, establece que el problema principal se da en el directorio, cuando el director general quiere tomar decisiones para la compañía, y el partido político de turno le impone otros objetivos. Para definir esta disputa, establece una serie de reformas que se establecieron en distintos países, entre las que podemos encontrar que, en Brasil, a raíz de los eventos de corrupción el 20% de los directores de una firma del estado, deberán ser independientes.

1.4: Perú.

1.4.1: Breve Historia.

El caso de Perú es más similar al caso brasileros que al de los países pioneros en la materia, la primera publicación oficial de este país llegó en noviembre de 2001, y provino desde el Centro de Estudios de Mercado de Capitales y Financieros, una consultora nacida en el año 1995. Las bases principales para dicho código son la Ley General de Sociedades y la Ley de Mercado de Valores (MC&F, 2001).

Este código tuvo su reemplazo en el año 2002, mediante los principios de buen gobierno corporativo para las sociedades peruanas, un documento emitido por la Comisión Nacional Supervisores de Empresas y Valores (CONASEV).

Hoy en día, este código fue reemplazado por el “Código de buen gobierno corporativo para las sociedades peruanas” el cual posee cinco principios: Derecho de los accionistas, Junta general de accionistas, El directorio y la alta gerencia, Riesgos y cumplimiento y Transparencia de la información. Este código está respaldado por las dos entidades más importantes del mercado de valores peruano, la Bolsa de Valor de Lima y la Superintendencia del Mercado de Valores y adhiere al principio de cumpla o explique (BVL, 2013).

1.4.2: Pilares y Principios.

Tabla 7: Código de Buen Gobierno Corporativo para las sociedades peruanas.

Pilar 1: Derecho de los Accionistas.	Principio 1 Principio 2 Principio 3 Principio 4 Principio 5 Principio 6 Principio 7	Paridad de trato. Participación de los accionistas. No dilución en la participación del capital social. Información y comunicación de los accionistas. Participación en dividendos. Cambio o toma de control. Arbitraje para soluciones de controversias.
Pilar 2: Junta General de Accionistas.	Principio 8 Principio 9 Principio 10 Principio 11 Principio 12 Principio 13 Principio 14	Función y competencia. Reglamento. Mecanismos de convocatoria. Propuestas de puntos de Agenda. Procedimiento para el ejercicio del voto. Delegación del voto. Seguimiento del acuerdo.
Pilar 3: el directorio y la alta gerencias.	Principio 15 Principio 16 Principio 17 Principio 18 Principio 19 Principio 20 Principio 21 Principio 22 Principio 23 Principio 24	Conformación del directorio. Funciones. Deberes y derechos de los miembros. Reglamento. Directores Independientes. Operatividad. Comités. Código de ética y conflictos de interés. Operaciones con partes vinculadas. Funciones de la alta gerencia.
Pilar 4: Riesgo y cumplimiento.	Principio 25 Principio 26 Principio 27	Entorno del sistema de gestión de riesgos. Auditoría Interna. Auditoría Externa.
Pilar 5: Transparencia de la información.	Principio 28 Principio 29 Principio 30 Principio 31	Política de Información. Estados financieros y memoria anual. Información sobre estructura accionaria y acuerdos de accionistas. Informe de Gobierno Corporativo.

Fuente: (BVL, 2013)

Según el reporte de la BVL, el código está orientado a ofrecer una versión actualizada de los mejores estándares de buen gobierno corporativo identificados a nivel local y mundial y adaptados a la sociedad peruana. Un detalle para tener en cuenta y que más tarde retomaremos es que el código posee dos anexos, con principios auxiliares, uno para las empresas de propiedad estatal y otro para las empresas familiares. Por último, establece la diferenciación con la responsabilidad social empresaria y determina que el código reconoce su importancia, pero no dedica pilares ni principios al trato de los distintos grupos de interés.

En el primer pilar aparecen principios que no hemos analizado, por ejemplo, el tres establece que todas actividades que puedan diluir el capital social (por ejemplo, fusiones, escisiones, ampliaciones de capital), deben ser explicadas detalladamente y firmadas por asesores externos a la compañía y puestas a disposición de todos los accionistas.

El principio seis nos habla de los cambios y tomas de control y a diferencia de los códigos explicados anteriormente el código recomienda no tomar medidas anti-absorción. En caso de realizarse una Oferta Pública de Adquisición (OPA), se debe permitir que todos los accionistas participen de la misma y obtengan la prima que la empresa adquirente pagará. Solamente nombra las OPAs amistosas, y no aclara que se deberá hacer en caso de una adquisición hostil.

El pilar dos es diferente a todos los analizados, por primera vez nos encontramos ante un pilar dedicado a la junta de accionistas. En los códigos anteriores, este ítem solía ser descrito en un principio. Dentro de los principios se pone énfasis en establecer un reglamento de la junta, donde quedarán establecidas todas las características de la misma, mecanismos de convocatoria, propuestas para la agenda, procedimientos para el voto y la delegación del voto.

En el principio veintidós, dentro del pilar tres encontramos los conflictos de intereses. Para el caso de Perú, la recomendación establece que los mismos se resolverán según el código de ética de cada sociedad y que se deberá designar a un responsable para el seguimiento y el control del cumplimiento del código de ética.

Finalmente, en el último pilar describe los informes a presentar y sobresale el informe de gobierno corporativo, el principio recomienda divulgar los estándares adoptados en materia de gobierno corporativo en un informe anual el cual será responsabilidad del directorio.

Como se dijo anteriormente, el código agrega dos anexos que se ven en las tablas 8 y 9 respectivamente:

Tabla 8: Principios complementarios para empresas de propiedad estatal.

Pilar 1: Derecho de los Accionistas.	Principio E1 Principio E2	Régimen de transferencia de acciones. Tratamiento equitativo de accionistas.
Pilar 2: El directorio y la gerencia	Principio E3 Principio E4 Principio E5 Principio E6	Solución de conflictos. Elección de directores. Conformación del directorio. Código de ética.
Pilar 3: Riesgo y cumplimiento	Principio E7	Sistema de gestión de riesgos.
Pilar 4: Transparencia de la Información	Principio E8	Divulgación de información.

Fuente: (BVL, 2013)

En el principio uno, agrega la transparencia de toda actividad que incluya la transferencia de acciones. Estas deben ser de carácter público y transparente para velar por la igualdad y el derecho de los accionistas. Más todavía si el Estado dejará de ser propietario mayoritario de la compañía.

El principio cinco se relaciona con los temas discutidos cuando se analizó el código brasilero. El mismo establece que la integración de un directorio de una empresa estatal debe poseer miembros independientes, provenientes del sector privado y que no tengan vinculación con las políticas del Estado.

Por último, recomienda realizar más informes a los ya pedidos en el código, a saber, los objetivos, la política de endeudamiento, las transacciones con otras empresas estatales, los encargos recibidos por el estado, los principales factores de riesgo y las políticas y normas que emita la matriz.

Tabla 9: Principios complementarios para sociedades familiares.

Pilar 1: Derecho de los Accionistas.	Principio F1 Principio F2 Principio F3	Estructura de gobierno familiar y protocolo familiar. Asamblea familiar. Consejo familiar.
Pilar 2: El directorio y la gerencia	Principio F4 Principio F5	Gestión. Independencia y operaciones con personas afines.
Pilar 3: Riesgo y cumplimiento	Principio F6	Operaciones entre la sociedad y miembros de la familia
Pilar 4: Transparencia de la Información	Principio F7	Canales de comunicación con la familia.

Fuente: (BVL, 2013)

En el primer pilar de agregado establece la importancia de un protocolo familiar. El mismo establecerá la misión, la visión, los valores, las condiciones y las reglas de la sociedad con los distintos grupos de interés.

Todos los principios siguientes quedaran establecidos en el protocolo, éste actuará en caso de conflictos de interés, de gestión, de operaciones con personas afines y con miembros de la familia.

Por último, también deberá establecer todos los canales de información para que los miembros de la familia estén actualizados sobre cualquier actividad que lleve a cabo la compañía.

1.4.3: La voz del mercado

La voz del mercado es una encuesta que realizan la consultora Ernst & Young (EY) y la BVL que recoge la opinión del mercado de capitales tanto locales como extranjeros y muestra los resultados de cómo los inversionistas perciben la calidad del gobierno corporativo en Perú.

De esta manera se obtienen las opiniones de especialistas bursátiles sobre las empresas cotizantes y se diagrama un reporte con estadísticas, hallazgos y mejoras. Por ejemplo, en el último reporte presentado del 2016 se establecen como principales hallazgos entre otros, que si bien las políticas de gobierno corporativo están encaminadas, la fiscalización por parte de la autoridad reguladora es ineficaz, las necesidades de mejora son a todos los niveles de la organización (Accionistas, Directorio y Gerencia), el trato igualitario de los accionistas es deficiente, se destacan solo las empresas con un tipo de acción común, se requieren directorios más profesionales y con más directores independientes, hay que mejorar la gestión de los conflictos de interés, el mercado demanda mejor calidad de información y las calificaciones no han mejorado al cabo de un año.

Este informe presenta evidencia de que las empresas con mejores índices de gobierno corporativo tienen una mejor valoración en el mercado de capitales.

Además, establece una serie de recomendaciones, las cuales divide desafíos para los accionistas, para el directorio y para la gerencia.

Por último, premia a las distintas empresas que llevaron adelante actividades para mejorar el gobierno corporativo. En el año 2014 y 2016 el premio a la mejor empresa en términos de gobierno corporativo fue para Credicorp Ltd. pero en 2017 fue desplazado al segundo lugar por la empresa Scotiabank Perú (BVL; EY, 2016).

2: Mediciones de Gobierno Corporativo.

En el siguiente apartado se analizará de forma numérica el gobierno corporativo de algunas empresas de cada país seleccionado. Cada país por su cuenta posee una forma distinta de medir el gobierno corporativo, no necesariamente numérica.

Por ejemplo, Estados Unidos posee algunas empresas privadas que realizan mediciones propias de gobierno corporativo. La que se utilizará en el siguiente apartado (y se explicará más adelante), proviene de la empresa *Sustainalytics*, empresa que hace más de veinticinco años se dedica a la investigación de ESG (*Environment, Social and Governance*), o traducido, medio ambiente, sociedad y gobernanza.

En las Islas Británicas encontramos una institución encargada de la publicación del reporte “*The Good Governance Report*”, la misma se llama *Institute of Directors* (IOD) y fue creada en el año 1903. Tan solo tres años posteriores a su creación recibió la denominada “*Royal Charter*” o carta real, un decreto expedido por el monarca británico para reconocer y legitimar la creación de una persona jurídica. De esta manera, la empresa se encarga de representar y establecer estándares para los líderes en negocios alrededor de toda la nación. Su primer presidente fue un ex primer ministro del gobierno británico, hecho que se repetirá con varios de sus presidentes, algunos antes y otros luego de liderar el instituto. En el año 1926, asume a la presidencia Margaret Mackworth, primera mujer en hacerlo, una empresaria y activista, la cual estuvo detenida durante un mes por una revuelta en donde se intentaron quemar urnas de votos. En el año 1969, en la conferencia anual, el instituto recibe la visita del entonces gobernador de California y futuro presidente de los Estados Unidos, Ronald Reagan. Ya en el año 2010 lanza el premio a director del año, para reconocer el liderazgo de los directores de las empresas¹³.

Por el lado de Brasil, su principal bolsa llamada Bovespa de la ciudad de San Pablo, publica varios índices particulares, además de las cotizaciones de las distintas empresas. Podemos encontrar índices del estilo de sustentabilidad, de sectores, de segmentos, y los más importantes para el presente trabajo, los índices de gobernanza, los cuales son: Índice de Gobierno Corporativo Novo Mercado, índice de acciones con gobernanza corporativa diferenciada, índice de gobernanza corporativa trade e índice de gobernanza corporativa con Tag Alone diferenciado.

¹³ Información obtenida de la página web del instituto www.iod.com en abril 2018.

Para el caso de Perú, la bolsa de Valores Lima (BVL) posee varios índices en su cartera, ayudada por la empresa *Standars and Poor's* (S&P), posee índices tales como el índice general, el índice selecto, dividendos Lima 2, sectores y subsectores. Dentro de ellos se encuentra el índice de buen gobierno corporativo (IBGC). Este índice tiene como objetivo medir el desempeño de las empresas que están comprometidas con el buen gobierno corporativo. La metodología del índice toma como base la capitalización de mercado acumulada de las acciones del índice general. Se las ordena de mayor a menor y se acumula, con el objetivo de eliminar las compañías no miembros del índice que estén por arriba del 95%, respecto a la capitalización acumulada. Además, se eliminan las empresas que no superan el cumplimiento de Gobierno Corporativo con un límite del 80% (este porcentaje es en la autoevaluación que propone la BVL).

Para unificar las mediciones, y debido a la información obtenida, se utilizará el índice que publica la web, nombrada con anterioridad, *Sustainalytics Inc.* La empresa establece valores mensuales que evalúan las estructuras, prácticas y comportamientos de gobierno corporativo de más de 3500 empresas alrededor del mundo. Hace unos años que los inversores vienen adoptando estas cualidades como posibles focos de riesgo o incluso como oportunidades de inversión.

La metodología consiste en dos partes. Por un lado, la empresa analiza informes detallados y contextuales que brindan información detallada sobre distintos pilares como integridad y calidad del directorio, estructura del directorio, remuneración, derechos de los accionistas, informes financieros y gobierno de los grupos de interés. Datos que como se ha visto en los apartados anteriores forman parte de los distintos códigos de buenas prácticas.

Por otro lado, la empresa ofrece informes oportunos y breves a sus clientes, los cuales informan incidentes en tiempo real que pueden incidir en el valor de la medición. Estos incluyen: cambios claves en ejecutivos, fusiones y adquisiciones, cambios en programas de compensación, irregularidades en informes financieros, nuevos negocios materiales y cambios en los derechos de los accionistas (Sustainalytics Inc., 2017).

Los datos, si bien son privados, han sido tomados recientemente por la página web de finanzas *Yahoo Finance*, la cual publica el índice de ESG desde el año 2014 hasta el 2017, para varias empresas. Dentro del mismo se pueden encontrar los valores diferenciados para gobierno corporativo mensuales durante cuatro años.

La selección de empresas de cada país se hará según el *Morgan Stanley Capital Investment (MSCI) index*. Un índice que agrupa las empresas con mayor capitalización de mercado de cada país, luego de dividirlos en desarrollados, emergentes y de fronteras. En los ejemplos

seleccionados poseemos dos mercados desarrollados, Estados Unidos y el Reino Unido, y dos emergentes, Perú y Brasil. El precio de las acciones se obtuvo de la página *Yahoo Finance*, de manera mensual y se estableció un precio base de 100, para enero 2014.

2.1: Estados Unidos.

El país norteamericano posee las dos bolsas de valores más importantes del mundo, por un lado, la denominada New York Stock Exchange (NYSE), creada en el año 1792 mediante el acuerdo de *Buttonwood* y reformada a una versión similar a la actual en el año 1817 y que se encuentra en el barrio neoyorkino de Wall Street¹⁴. Por otro lado, la *National Association of Securities Dealers Automated Quotations* (NASDAQ), la cual fue creada en el año 1971 pero que rápidamente y con el boom de las empresas tecnológicas se convirtió en la bolsa con mayor movimiento de acciones en el mundo¹⁵.

La distinción es importante debido a que el portafolio presentado por el MSCI para Estados Unidos no hace distinción de la bolsa en la que cotizan las empresas. Se pueden encontrar empresas tecnológicas, las cuales cotizarán en el NASDAQ y empresas de otros rubros las cuales se encontrarán en el NYSE.

El índice posee un total de 626 empresas y una valuación de más de 24.000.000 millones de dólares al mes de junio 2018, siendo Apple su empresa más representativa, la cual en los primeros días de agosto de 2018 superó la marca de un trillón de dólares

Las empresas son de la rama tecnológica, por lo tanto, del NASDAQ, serán:

- Apple
- Microsoft
- Amazon
- Facebook
- Alphabet (Google)

En el anexo N°1 se pueden observar los datos utilizados.

2.1.1: Apple

Apple, la empresa de Steve Jobs, Steven Wosniak y Ronald Wayne fue creada en abril del año 1976 con el lanzamiento de su primer producto la Apple I. La empresa se lanzó al mercado el 12 de diciembre de 1980 y fue la mejor oferta pública desde 1956 cuando Ford

¹⁴ Información obtenida en el sitio web: www.nyse.com

¹⁵ Información obtenida en el sitio web: www.business.nasdaq.com

realizó la suya. En el año 1985 Steve Jobs deja la empresa, para volver en el año 1997 con ideas renovadas y el objetivo de ampliar el negocio que hasta el momento solo se basaba en computadoras. En octubre del 2001 se lanza el primer *Ipod* de la compañía, un dispositivo portable para escuchar música. Pero fue recién en el año 2007 cuando se lanza al mercado el producto estrella de la empresa, el primer *Iphone* (Pederson, 2017). El 2 de agosto de 2018 Apple superó la línea del trillón de dólares de capitalización de mercado, siendo la primera empresa en el mundo en alcanzarla (Phillips, 2018).

En el gráfico N°2 se puede ver la evolución del índice de gobierno corporativo comparada con el precio de las acciones de la empresa durante el periodo 2014 – 2017.

Gráfico 2: Gobierno corporativo y evolución de acciones - Apple.



A simple vista se puede observar una correlación negativa, por un lado, el gobierno corporativo de la empresa, a excepción de finales de 2014 y de 2016 no tiene subas, mientras que las acciones de la compañía, tomadas desde la base 100 en el año 2014 han llegado a aumentar casi un 140%. El peor período de la empresa se vio en 2015, donde en porcentaje las acciones terminaron por debajo del valor inicial, durante este año una de las novedades de la empresa, la cual no tuvo buena aceptación del mercado fue el *Apple Watch*, un reloj inteligente donde se puede controlar todos los dispositivos.

Las bajas más pronunciadas en gobernanza se deben a dos hechos importantes: durante los primeros meses de 2015 la empresa es acusada de robar empleados de una empresa de baterías con el objetivo de diversificarse al sector automovilístico (Egan, 2015), mientras

que en abril del 2017 Apple rompe una alianza con la firma británica *Imagination Technologies* y dicha empresa pierde el 72% de su valor en un solo día (Petroff, 2017).

La estadística, como se puede ver en la tabla N°10, arroja un índice de correlación negativo del 70%, esto determina cuanto explica la variable independiente (el gobierno corporativo), la variable dependiente (el precio de la acción).

Tabla 10: Regresión simple – Apple.

<i>Estadísticas de la regresión</i>	
Coeficiente de correlación múltiple	-0,690
Coeficiente de determinación R ²	0,476
R ² ajustado	0,465
Error típico	2,941
Observaciones	48

2.1.2: Microsoft

Microsoft es la empresa de software más importante del mundo. Creada en 1975 por Bill Gates y Paul Allen, consistió inicialmente en una descripción del código de programación BASIC con el objetivo de hacerlo compatible para una computadora personal (PC por sus siglas en inglés). Su nombre deriva de las palabras *microcomputer and software*. La empresa crece rápidamente y en 1980 la compañía IBM le pide a Microsoft un sistema operativo para su próximo lanzamiento: la IBM PC. Gates y Allen desarrollan *el Microsoft Disk Operation System* (MS-DOS), la base de sus futuros sistemas operativos. En el año 1985, la empresa lanza Windows 1.0, una versión más sencilla de utilizar del MS-DOS y ya en 1986 la empresa se hace pública y vuelve a su creador Bill Gates una de las personas más millonarias del mundo. En 1990 la empresa no solo saca al mercado el Windows 3.0 sino también la primera versión de Microsoft Office, la cual consistía en tres productos que se volverían famosos muy rápidamente: Word, Excel y Power Point. En el año 2000 Gates deja de ser el CEO de la empresa, pasándole el mando Steve Ballmer, mientras que Gates se dedicara a ser el jefe de arquitectura de *softwares*. Hoy en día la empresa compite fuertemente con Apple en el mercado de *softwares* (Weinberger, 2015).

En el siguiente gráfico y al igual que con la empresa anterior, vemos la evolución de sus acciones y de su gobierno corporativo.

Gráfico 3: Gobierno corporativo y evolución de acciones – Microsoft.



En este ejemplo se puede observar una relación más directa entre las variables, por un lado y sacando una baja en febrero del 2017, vemos como el gobierno corporativo de la empresa de software mantuvo un crecimiento constante a lo largo del período, mientras que sus acciones, con algunos altibajos, logran crecer, doblando incluso su valor durante los años analizados. Analizando período por período, podemos en base a las noticias decir que en febrero de 2015 la empresa lanza la primera versión de Windows 10, el cual no tiene buena aceptación inicial y se puede observar en el precio de las acciones. Por otro lado, durante el mismo período, la empresa logra vencer después de quince años un virus que atacaba a sus usuarios, llevándole confianza a los mismos (Pagliery, 2015). Ya en el año 2017, la empresa sufre una acusación de filtración de datos de usuarios. Esto afecta negativamente al gobierno corporativo. El problema es solucionado rápidamente, pero la desconfianza generó problemas (Warren, 2017). En abril de 2017 se produce un hecho muy importante para la compañía. Charles Simonyi, uno de los creadores de Word y Excel (productos icónicos de la empresa), retorna luego de diez años a la firma. La empresa decide comprar el emprendimiento del desarrollador húngaro (Fiegerman, 2017).

Estadísticamente, podemos observar en la tabla siguiente, que la correlación es muy alta, no solo con respecto al ejemplo anterior, sino para un modelo estadístico ya que la misma supera el 80%.

Tabla 11: Regresión simple - Microsoft.

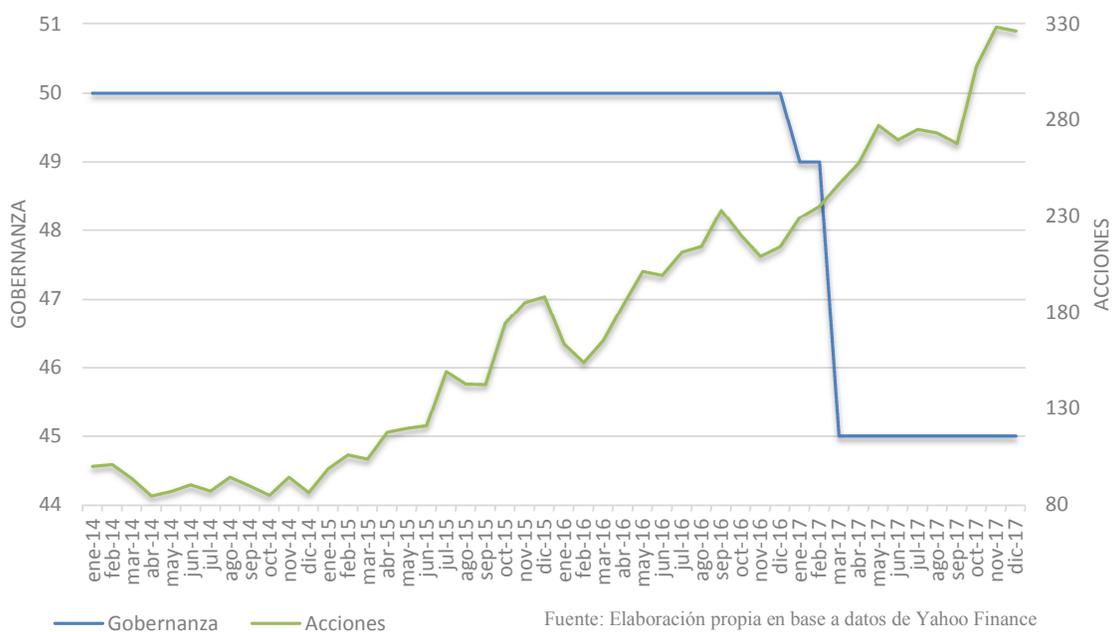
<i>Estadísticas de la regresión</i>	
Coefficiente de correlación múltiple	0,826
Coefficiente de determinación R ²	0,683
R ² ajustado	0,676
Error típico	1,506
Observaciones	48

2.1.3: Amazon.

La empresa de comercio electrónico Amazon es una de las más jóvenes a analizar, sin embargo, posee un crecimiento significativo. El 5 de julio de 1995, Jeff Bezos crea una compañía llamada Cadabra Inc. que más tarde y por error de un abogado, que confundió el nombre con la palabra cadáver, Bezos decide cambiarla por Amazon Inc. En un comienzo la empresa se dedicó a vender vía web todo tipo de libros, y ya en su primer año de ventas logró posicionarse en todos los estados de Estados Unidos y 45 países distintos. El 15 de mayo de 1997 la empresa se vuelve pública y empieza a cotizar en el NASDAQ, ya no solo como vendedora de libros, sino que ya se podía conseguir todo tipo de productos. Amazon posee un historial extenso de fusiones y adquisiciones de varias empresas, lo cual le permitió crecer a un ritmo acelerado (Pederson, 2017).

La comparación de sus acciones y el gobierno corporativo es la siguiente:

Gráfico 4: Gobierno corporativo y evolución de acciones – Amazon.



Fuente: Elaboración propia en base a datos de Yahoo Finance

Al igual que en el ejemplo de Apple, podemos observar que la correlación en esta firma no solo es nula, sino que además es inversa. El crecimiento del precio de las acciones de la compañía de tecnología es exponencial, al punto que llega a triplicar su valor inicial base de 100 en enero 2014, llegando a casi 330 en el final del período analizado. Sin embargo, su gobierno corporativo se mantiene estático durante mucho tiempo, pero luego sufre una baja abrupta de 5 puntos (10%) en solo dos meses. En enero de 2017, la empresa enfrenta problemas diplomáticos con la India, debido a una publicación de un felpudo con la bandera de dicho país y una queja oficial de la ministra de relaciones exteriores (Iyengar, 2017). Durante marzo, primero debe afrontar un error humano de un empleado que hace caer varios servidores internacionales de internet y deja sin el servicio a varios usuarios de la web durante un tiempo considerable en todo el mundo (Larson, 2017) y además una empresa logra burlar la seguridad informática de la empresa y publicar armas de juguetes, algo que está terminantemente prohibido en el sitio (Smith, 2017).

La estadística también confirma la correlación negativa en este ejemplo, con un índice de correlación de -77%, como puede observarse a continuación.

Tabla 12: Regresión simple - Microsoft.

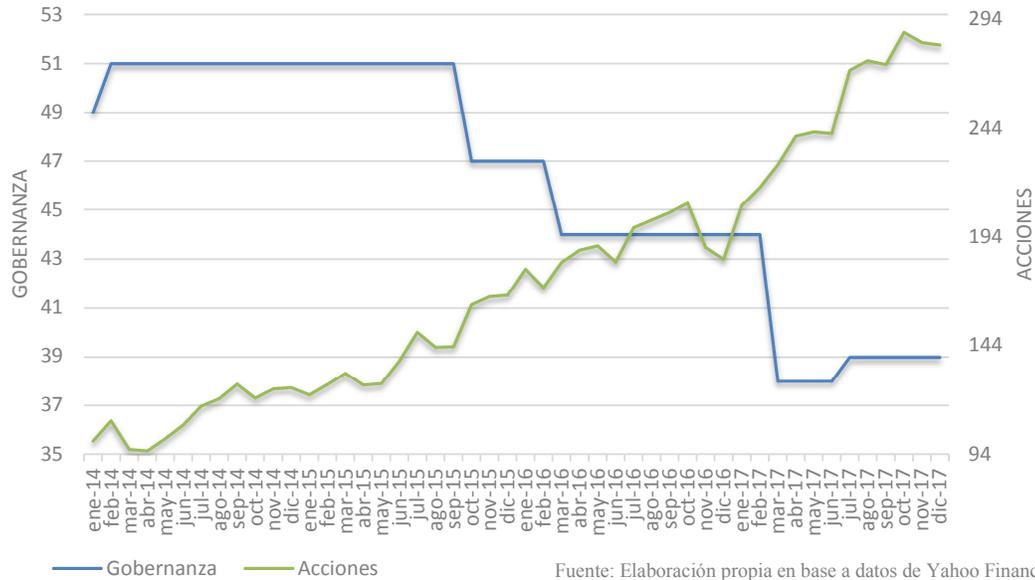
<i>Estadísticas de la regresión</i>	
Coefficiente de correlación múltiple	-0,778
Coefficiente de determinación R ²	0,605
R ² ajustado	0,596
Error típico	1,295
Observaciones	48

2.1.4: Facebook.

Continuando con empresas jóvenes, la cuarta empresa es Facebook, su creador Mark Zuckerberg desarrolló en 2003 una página web llamada *FaceMash*, la misma consistía en comparar dos estudiantes femeninas de la universidad de Harvard (donde asistía Zuckerberg) y el usuario debería elegir la más linda. El sitio fue cerrado y su creador acusado entre otras cosas de derechos de autor, filtración de información y violación de la privacidad. Sin embargo, logró mutar el sitio a un directorio de alumnos donde cada uno podía subir fotos y comentarios sobre sí mismo, y así el 4 de febrero de 2004, se lanzó la primera versión de *The Facebook*. Solo un año después, la universidad le quedó chica a la página y se expandió a Stanford, Columbia y Yale; y para diciembre 2005, el sitio ya

contaba con seis millones de usuarios (Fincher, 2010). Facebook lanzó su oferta pública inicial el primero de febrero de 2012, pero Zuckerberg mantendría el 22% de la propiedad y el 57% del derecho a voto. La empresa batió el récord de valuación inicial, llegando a 104 mil millones de dólares (Tangel, 2012).

Gráfico 5: Gobierno corporativo y evolución de acciones – Facebook.



Adelantándose a los resultados finales, se puede observar que claramente no existe una correlación entre el gobierno corporativo de Facebook y el precio de sus acciones, las mismas no pararon de subir durante los cuatro años analizados, sobrepasando una pequeña baja de su nivel base, pero llegando a casi triplicar su valor. El gobierno corporativo se encuentra marcado por bajas constantes, especialmente en los tres años finales. Durante septiembre 2015 la empresa afronta problemas en la Unión Europea, la comunidad le inicia demandas y le prohíbe transferir los datos de sus usuarios europeos a servidores que posee la empresa en Estados Unidos, debido a que creen que pueden ser usados para espionaje (Kottasova, 2015). En abril 2016, Marck Zuckerberg presenta un plan para crear una nueva clase de acciones en la compañía, lo que le permitirá tener más control sobre los accionistas minoritarios, los cuales demandan a la compañía (Levine, 2016). Ya en 2017 la empresa continúa teniendo problemas, en este año sufre demandas de refugiados debido a las denominadas “fake news” un fenómeno muy común que apareció en los últimos años en las redes sociales, donde un usuario crea una noticia falsa y mediante distintos posteos y

complicidad de los usuarios, las mismas se publican sin ser chequeadas. En este caso, las noticias estaban conectadas al terrorismo en el país de origen de los refugiados¹⁶.

No será sorpresa que el índice de correlación se acerca al 100% en negativo, lo que se llama una correlación casi perfecta, pero negativa. Cuando el índice de gobierno corporativo baja, las acciones de la compañía suben.

Tabla 13: Regresión simple - Facebook.

<i>Estadísticas de la regresión</i>	
Coefficiente de correlación múltiple	-0,949
Coefficiente de determinación R ²	0,901
R ² ajustado	0,899
Error típico	1,541
Observaciones	48

2.1.5: Google.

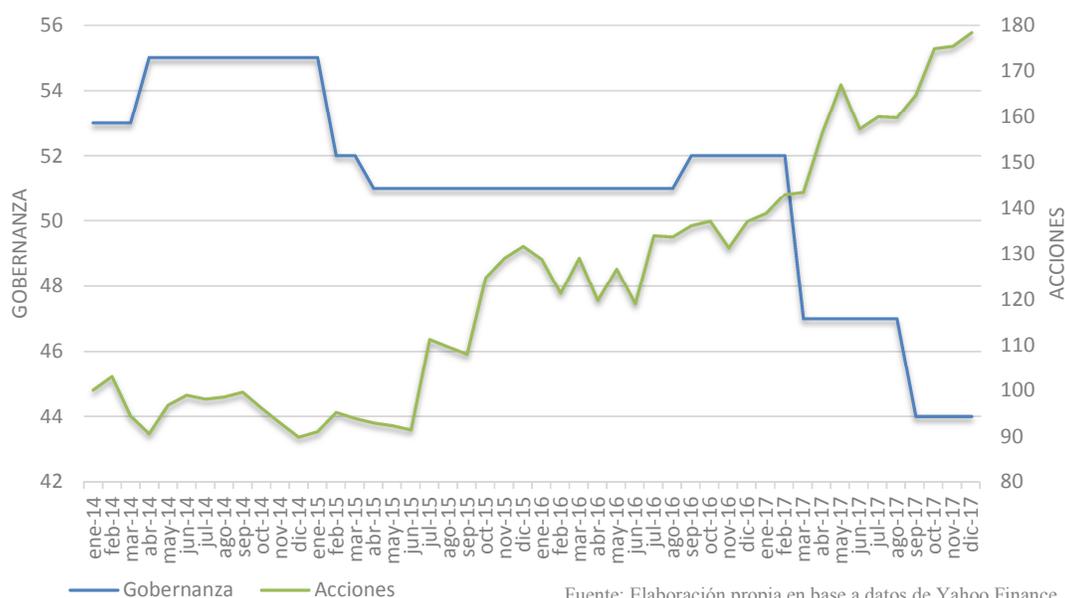
Alphabet inc. es la última empresa estadounidense para desarrollar, la misma es un conglomerado de empresas tecnológicas, la cual tiene como principal producto el buscador web Google. Técnicamente, Google fue creada en 1998 por Larry Page y Sergey Brin, la cual se volvió pública en agosto del 2004. Sin embargo, la empresa que cotiza en el NASDAQ ya no es Google, sino Alphabet. La misma fue creada el 10 de octubre del 2015 por Larry Page, con una estrategia de reestructuración de la compañía. Sin embargo, mantuvo su ticker¹⁷ (GOOGL) por lo que la historia de su cotización es más antigua que la de la nueva firma. La historia de la compañía está marcada por varias adquisiciones de otras firmas, de distintos sectores, no solo informáticas, tales como Android (sistema operativo de telefonía móvil), adquirida en 2005; YouTube (red social de publicación de videos), adquirida en 2006; Ruba (agencia de viajes), adquirida en 2010; Motorola (empresa de celulares) adquirida en 2011; Schaft (empresa japonesa de robótica), adquirida en 2013, entre muchas otras¹⁸.

¹⁶ Información obtenida del siguiente link, consultado en agosto 2018:
<https://money.cnn.com/video/news/2017/02/06/merkel-selfie.cnnmoney>

¹⁷ Conjunto de letras abreviadas de cada empresa que cotiza en bolsa.

¹⁸ Información obtenida del sitio <https://abc.xyz/> - consultada en enero 2018.

Gráfico 6: Gobierno corporativo y evolución de acciones – Google.



Nuevamente, y al igual que con la empresa anterior podemos ver un crecimiento fuerte en acciones (si bien no se triplican, a lo largo del periodo analizado, llegan casi a duplicarse), mientras que el gobierno corporativo a pesar de pequeñas subas tiene grandes bajas. A modo de noticias, el peor año de la firma es el 2017, donde la empresa es acusada de anti-diversidad de género, debido a que un ingeniero de la firma publica un manifiesto de más de 3300 palabras, donde aclara que las mujeres no están preparadas para ciertos trabajos por cuestiones biológicas, incluso aclara que esa es la razón por la que Google no tiene más empleadas mujeres. Los directivos de la empresa emitieron comunicados sobre el tema (Wattles, 2017).

Cuando vamos a la estadística, y al igual que el ejemplo de Facebook, el índice es muy alto y de forma negativa. Es decir que cuando el índice de gobierno baja, el precio de las acciones sube.

Tabla 14: Regresión simple - Google.

<i>Estadísticas de la regresión</i>	
Coeficiente de correlación múltiple	-0,864
Coeficiente de determinación R ²	0,746
R ² ajustado	0,741
Error típico	1,612
Observaciones	48

2.2: Reino Unido.

Las islas británicas poseen su bolsa más importante en la ciudad de Londres, Inglaterra. La misma se denomina *London Stock Exchange* (LSE) y fue fundada oficialmente en el año 1571 por Thomas Gresham e inaugurada por la reina Elizabeth I, en ese momento se llamaba Royal Exchange. Después de ser destruida por el Gran Incendio de Londres en el año 1666, la bolsa fue reconstruida y llamada *London Stock Exchange*. Hoy en día la bolsa es presidida por Donald Brydon, que además preside The Sage Group, una empresa británica de software. Y posee alrededor de 2500 empresas en su portafolio¹⁹.

El índice del MSCI posee un total de 101 empresas y una capitalización de alrededor de 2.600.000 millones de dólares estadounidenses. Su principal representante es el banco HSBC y la lista se completa con: Royal Dutch Shell (petrolera), British Petroleum (petrolera), Glaxosmithkline (laboratorio) y Astrazeneca (laboratorio).

Los datos pueden verse en el Anexo N° 2.

2.2.1: HSBC Holdings.

Oficialmente y como empresa británica el grupo fue establecido en el año 1991 bajo el nombre que lleva ahora: Hong Kong and Shanghai Banking Corporation (HSBC). Pero, al igual que en el apartado de Google, la empresa posee una subsidiaria muy importante que lleva su mismo nombre, y fue creada en Hong Kong en el año 1865, luego que el Reino Unido se estableciera allí, adoptándolo como colonia luego de la guerra del Opio. La empresa fue creada por Thomas Sutherland que quería un banco que opere con los estándares escoceses. Hoy en día la empresa posee sus acciones en la bolsa de Hong Kong y de Londres y logró ser la más grande en capitalización de la bolsa londinense²⁰.

De la misma manera que los demás países, se presenta la evolución de su gobierno corporativo y sus acciones con base enero 2014 = 100:

¹⁹ Información obtenida de la web de la bolsa: <https://www.londonstockexchange.com>

²⁰ Información obtenida de los sitios web de la compañía: www.hsbc.uk y www.hsbc.hk

Gráfico 7: Gobierno corporativo y evolución de acciones – HSBC.



Se puede observar en el gráfico que las acciones se comportan de una manera muy particular, si bien la tendencia es ascendente, es decir que nunca se encuentran por debajo de la base de 100, se pueden observar tanto subas fuertes, como bajas pronunciadas y como se ve, durante los cuatro años no supera el 35% de aumento de estas. En cambio, el gobierno corporativo tiene una pequeña escalada en el comienzo, pero luego solo posee bajadas hasta el final del análisis. Durante 2014 la empresa lanza un plan de modernización de sus sucursales, las cuales incluyen beneficios para sus clientes, como por ejemplo wifi gratis en todas las sucursales para operar con los teléfonos móviles, si bien fue una buena noticia, tuvo algunas contras sobre la seguridad de operar de esa manera (Gompertz, 2014). A finales de 2015 se produce un error interno en IT del banco y el resultado fue que miles de empleados y clientes no reciban su pago en el día correcto, justo antes de un fin de semana. Esto obviamente generó una ola de quejas en las redes sociales (Guibourg, 2015). Ya en 2016, la empresa es acusada por familias mexicanas de colaborar en el lavado de dinero de los carteles mexicanos, especialmente el cartel de Sinaloa (Dart, 2016). Por otro lado, el banco sufre algunos cambios en el directorio, David Nish se suma al directorio como director no ejecutivo e independiente de la firma (Neilan, 2016). Dado que gráficamente es difícil encontrar una correlación, se vuelve a presentar el índice estadístico de correlación, para establecer si es posible, como se relacionan las variables. El

resultado de 6%, muy cercano a 0, lo que significa es que las variables tienen una relación nula entre ellas y la dependiente no es explicada por la independiente.

Tabla 15: Regresión simple - HSBC

<i>Estadísticas de la regresión</i>	
Coefficiente de correlación múltiple	0,064
Coefficiente de determinación R^2	0,004
R^2 ajustado	0,017
Error típico	2,379
Observaciones	48

2.2.2: Royal Dutch Shell.

La empresa nace de la fusión de dos empresas rivales en el año 1907, The Royal Dutch Petroleum Company, una empresa holandesa creada en 1890 y la británica Shell Transport and Trading Company creada en 1897. El objetivo principal de la fusión fue crear una empresa europea capaz de competir con la Standard Oil, la empresa estadounidense propiedad de Rockefeller. Si bien las empresas se fusionaron, siguieron funcionando por separadas, hasta el año 2004, cuando se descubrió que Shell estaba sobrevaluando sus pozos petroleros. A partir de esto, se crea una nueva empresa llamada Royal Dutch Shell plc, con sus principales acciones listadas en la LSE y unas acciones secundarias en la bolsa de Ámsterdam. En julio de 2005, la empresa Shell deja de cotizar en la bolsa de Londres y la Royal Dutch Petroleum Company hace lo mismo de la bolsa de New York. A partir de este momento el nuevo grupo comienza a cotizar en la LSE. Hoy en día la empresa es presidida por Charles Holliday, y se dedica a varios tipos de productos derivados de la minería, tales como petróleo, gas natural, gas licuado y lubricantes, además de su negocio de estaciones de servicio en todo el mundo (Van Zanden & Jonker, 2007).

A continuación, se puede observar la evolución de sus acciones y de su índice de gobierno corporativo:

Gráfico 8: Gobierno corporativo y evolución de acciones – Royal Dutch Shell.



Fuente: Elaboración propia en base a datos de Yahoo Finance

La empresa petrolera tiene unos años de bajas fuertes en sus acciones, las mismas llegan a valer 30% menos que en el principio de 2014, pero logra recuperarse de dicho bajón, para terminar los períodos analizados en alza. Su gobierno corporativo muestra un índice también variable, que comienza con más altas que bajas, pero termina con caídas importantes para cerrar en 75, 10 puntos menos que al comienzo.

En abril 2015 la empresa anuncia la compra más grande de la historia en el sector petrolero, el plan es adquirir por 47 mil millones de libras el BG group, otra empresa petrolera de las islas británicas, se puede observar que la fusión no es muy bien vista por el mercado dado que se intensifica la caída de las acciones (Hellier, 2015). En agosto del mismo año, otro hecho empeora la imagen de la empresa, se reabren las negociaciones para establecer una subsidiaria en Irán, en medio de una situación política y social muy complicada en el país asiático debido a la presencia de grupos terroristas (Spickernell, 2015). Todo esto, sumado a un precio del petróleo en baja, hacen que el año 2015 sea muy malo para la firma.

En el año 2016, el CEO de la compañía Ben van Beurden decide reducir su sueldo y sus premios de fin de año, para que la empresa pueda llevar a cabo la compra antes mencionada del BG Group (Neilan, 2016). Y ya en mayo 2017, la empresa tiene problemas con los accionistas, que piden explicaciones sobre la nueva política de la empresa que decide atar los pagos de dividendos a las mediciones de emisiones de gases contaminantes, esto genera fuertes diferencias entre los accionistas y el directorio (Goldsmith, 2017).

Nuevamente es complicado establecer la relación de manera intuitiva, por lo que se busca un dato estadístico para eso. El índice de correlación simple se ubica en un -20%, lo cual nos da una relación casi nula, y en negativo.

Tabla 16: Regresión simple - Royal Dutch Shell.

<i>Estadísticas de la regresión</i>	
Coefficiente de correlación múltiple	-0,192
Coefficiente de determinación R ²	0,037
R ² ajustado	0,016
Error típico	2,265
Observaciones	48

2.2.3: British Petroleum.

En el año 1908 William D'Arcy, un explorador británico descubre en la actual provincia iraní Khuzestan un yacimiento de petróleo muy importante, luego de pedir permiso a las autoridades locales para su explotación, crea en el año 1909 la empresa Anglo-Persian Oil Company (APOC). Inmediatamente después de esto, el gobierno crea una refinería de petróleo en Abadan, un sitio cercano a los pozos, donde iría destinado todo el petróleo extraído de la empresa APOC. La empresa cambiaría por primera vez de nombre en el año 1935 a Anglo-Iranian Oil Company (AIOC), debido a un pedido del presidente iraní a la comunidad internacional de cambiar el nombre de Persia por Irán. La segunda vez, fue en 1954, luego del derrocamiento del presidente iraní en 1953, en este caso se crea un nuevo holding británico llamado British Petroleum, la cual tendría como principal subsidiaria a la empresa AIOC. A partir de este momento, la empresa amplía sus horizontes a distintos países, tales como Canadá, Estados Unidos y Libia. Por último, en 1998, la empresa cambia de nombre una vez más, al fusionarse con la empresa Amoco, antiguamente parte del conglomerado Standard Oil. Esta es la versión de la empresa que se conoce actualmente con el nombre de BP Amoco lpc. (Encyclopaedia Britannica, 2018). La firma actual está marcada por distintos accidentes en sus plantas, los cuales generaron no solo muertes sino también desastres ambientales, entre los más conocidos se encuentran la explosión de la refinería en *Texas City* en el año 2005 en la cual murieron quince personas y se generaron filtraciones de materiales tóxicos al suelo (Olson, 2012); el escape de sustancias tóxicas, debido a la corrosión de un gasoducto, ocurrido en *Prudhoe Bay* en Alaska, durante el año 2006; y la más conocida que incluso llegó al cine, la explosión de la plataforma *Deepwater Horizon*, en el golfo de México el 20 de abril del año 2010, donde

murieron 11 personas y donde se estima que se derramaron en el océano casi 5 millones de barriles de petróleo (OnScene, 2011).

Gráfico 9: Gobierno corporativo y evolución de acciones – BP Amoco.



Hay una similitud entre esta empresa petrolera y la anterior en la baja del precio de las acciones, durante los primeros años éstas se desploman fuerte, en este caso llegando a valer un 35% menos que a principio de 2014, y luego empieza una recuperación, que alcanza para superar la línea de los 100, pero no por mucho margen. La baja del precio del petróleo redujo las ganancias de la firma y su valuación fue cayendo; además se le puede sumar la multa que se le obligó a pagar a la empresa en el año 2014, por la explosión de Deepwater Horizon de alrededor de 18 mil millones de libras esterlinas (Haslet, 2014). Con respecto al gobierno corporativo, vemos que la empresa lo mejora constantemente, logrando un 27% de aumento en los cuatro años analizados. En el año 2015, le empresa realiza cambios en su directorio y contrata Sir John Sawers un ex servicio secreto británico como director no ejecutivo de la firma (Morris, 2015).

Como se puede observar en las empresas británicas, intuitivamente es muy difícil establecer la relación entre ambas variables, en este ejemplo, el índice de correlación da -5%, un caso muy parecido al del banco HSBC, donde prácticamente no existe relación entre ambas variables.

Tabla 17: Regresión simple - BP Amoco.

<i>Estadísticas de la regresión</i>	
Coefficiente de correlación múltiple	-0,059
Coefficiente de determinación R ²	0,003
R ² ajustado	0,018
Error típico	2,137
Observaciones	48

2.2.4: Glaxonsmithkline

GSK es un laboratorio británico establecido en el año 2000. Sin embargo, su historia inicia varios años antes como dos empresas diferentes, las cuales se fusionaron dicho año. Por un lado, aparece la empresa Glaxo Wellcome, que también resulta de una fusión de empresas llevada a cabo en 1995. Glaxo una empresa creada en 1935, que proviene de un producto: Joseph Nathan and Co, creada en 1873 comenzó a producir leche en polvo para bebés, la cual llamo Glaxo, más adelante se crearía la compañía con el mismo nombre y compraría a su creador. The Wellcome Foundation, era una empresa fundada por Henry Wellcome, dedicada a la venta de productos farmacéuticos. En 1995 se fusionan para formar la empresa Glaxo Wellcome.

Por otro lado, la marca SmithKline Beecham, que por supuesto, nace de la fusión de Smith Kline Co, nacida en el año 1865 y la farmacéutica Beecham Group, fundada en 1859. Ambas empresas se fusionarían en 1989 y se mudarían desde Estados Unidos hacia el Reino Unido.

En diciembre del año 2000, ambas empresas se fusionan y forman la que actualmente se conoce como GlaxoSmithKline²¹.

En la actualidad es presidida por Sir Philip Hampton y produce medicamentos para enfermedades muy importantes tales como asma, cáncer, infecciones, diabetes o salud mental. Recientemente comenzó pruebas para el tratamiento de la malaria.

²¹ Información obtenida del sitio web de la compañía: www.gsk.com

Gráfico 10: Gobierno corporativo y evolución de acciones – GSK.



Podemos ver como durante el primer año analizado la empresa tiene una baja considerable en el precio de sus acciones, y durante febrero, lo mismo ocurre con su gobierno corporativo. Durante ese período la empresa es acusada formalmente de sobornos y corrupción en sus filiales chinas (Harris, 2014). El año continuara con malas noticias, ya que debe suspender la tercera fase de pruebas de vacunas contra el cáncer de pulmón, que venía desarrollando desde años, como buena noticia comienza a desarrollar una vacuna contra el ébola (Green, 2014). En agosto 2015, la empresa tiene un buen gesto con la empleada acusada de filtrar información en el escándalo de sobornos en China, como se comprueba que era inocente, la empresa vuelve a contratarla y así Vivian Shi vuelve a formar parte del equipo de GSK (Spickernell, 2015). Ya en el año 2016, las acciones de la firma tienen un empujón, debido a la presentación de un medicamento contra la artritis (Bambrough, 2016). Pero el 2017 será un mal año, tanto en acciones como en gobierno corporativo, las primeras bajarán nuevamente y romperán la barrera base de los 100, llegando incluso a 80 y el gobierno corporativo también tendrá una baja significativa. En mayo de dicho año, la empresa sufrirá una segunda “primavera de accionistas”²² (ya había sufrido una en 2016), cuando estos votan en contra del paquete de remuneración de directores (Jasper, 2017).

²² Nombre que se le dio en Inglaterra a una serie de conflictos entre accionistas y CEO’s de distintas firmas por sus sueldos: <http://www.cityam.com/240125/a-spring-is-in-the-air-this-may-shareholder-revolt-set-to-build-with-aviva-and-reckitt-benckiser-meetings>

En esta firma, y corroborando la tendencia que se viene observando en Inglaterra, el índice de correlación es de -5%, por lo que nuevamente no se puede ver una relación positiva, ni negativa entre las variables.

Tabla 18: Regresión simple - GSK.

<i>Estadísticas de la regresión</i>	
Coefficiente de correlación múltiple	-0,059
Coefficiente de determinación R^2	0,003
R^2 ajustado	0,018
Error típico	2,137
Observaciones	48

2.2.5: AstraZeneca.

Una particularidad de las empresas británicas es que la mayoría se formó mediante adquisiciones y fusiones, la última empresa de la lista no será la excepción. La firma comenzó sus negocios en el año 1999, luego de la fusión de la empresa Suiza Astra AB y la empresa británica Zeneca Group. La suiza fue creada por 400 médicos y boticarios, mientras que la segunda resulta de la escisión de la empresa Imperial Chemical Industry, quedándose con los negocios farmacéuticos, agroquímicos y biológicos de la ex empresa. Hoy en día la empresa es presidida por Leif Johansson y produce medicamentos en distintas áreas tales como analgésicos, cardiovasculares, diabetes, gastrointestinales, infecciones, neurociencia, etc.²³

Gráfico 11: Gobierno corporativo y evolución de acciones – AstraZeneca.



Fuente: Elaboración propia en base a datos de Yahoo Finance

Podemos observar unas acciones bastante alternadas entre bajas y subas, pero en ningún momento del período la empresa baja de su nivel base, por lo que podemos establecer una tendencia en alza. Durante 2014 la empresa recibe una oferta de compra por parte del laboratorio Pfizer, que valúa la empresa en alrededor de 118 mil millones de libras. El laboratorio rechaza la oferta considerándola insuficiente, demostrándole al mercado ser una empresa muy bien posicionada (Hirschler, 2014). Durante el año 2015 el presidente de la firma, Pascal Soriot se ve envuelto en un malentendido, cuando su nombre aparece en un telegrama brindando apoyo al partido conservador junto con otros presidentes de grandes empresas; Soriot intentó despegar su nombre del documento a pesar de que su firma estaba en el mismo (Barber, 2015). En año 2016 y el 2017 se encuentran con el mismo problema que el laboratorio GSK. La denominada primavera de los accionistas comienza con una reunión de los mismos para discutir el bono anual del presidente Soriot (Bambrough, 2016) y continúa en el 2017 cuando un gran grupo de empresas sufre una advertencia de los consultores de gobierno corporativo debido a la cantidad de votos negativos de los inversionistas con respecto a los paquetes de beneficios para los directores (Jasper, 2017). Sin embargo, durante este año, las acciones se posicionan al alza a pesar del problema con los accionistas, entre otras cosas esto se debe a que un estudio revela que un medicamento contra la diabetes reduce drásticamente los índices de mortalidad de la enfermedad (Gill, 2017).

Es posible encontrar una pequeña correlación inversa entre las variables mirando el gráfico presentado, el índice de correlación da -42%, lo que es bastante bajo, pero alto en relación a las demás empresas elegidas de las islas británicas.

Tabla 19: Regresión simple - AstraZeneca.

<i>Estadísticas de la regresión</i>	
Coefficiente de correlación múltiple	-0,423
Coefficiente de determinación R ²	0,179
R ² ajustado	0,161
Error típico	4,072
Observaciones	48

2.3: Brasil

BOVESPA o Bolsa de Valores de San Pablo es el nombre que recibe la principal bolsa de Brasil. Está situada, como su nombre lo dice en la ciudad de San Pablo y fue creada por Emilio Pestana en el año 1890. Primeramente, la bolsa pertenecía al ministerio de hacienda

y sus empleados eran públicos. Luego de una serie de reformas del sistema financiero, pasó a tener independencia administrativa, financiera y patrimonial. Recientemente la empresa de BOVESPA holdings se fusiono con Bolsa de Mercadorias & Futuros (BM&F) y creo una la denominada “Nueva Bolsa”, la cual llegó a ser la tercera más grande del mundo²⁴. Hoy en día es presidida por Edemir Pinto y posee un total de 349 empresas listadas. El índice del MSCI de Brasil (que es considerado mercado emergente) posee un total de 54 empresas y una capitalización de 341.315 Millones de dólares estadounidenses. Las empresas por analizar serán Vale S.A. (minería); Itaú (banco); Bradesco (banco), AMBEV (bebidas alcohólicas) y Petrobras (petróleo). Los datos se ven en el Anexo 3.

2.3.1: Vale S.A.

La empresa Vale do Rio Doce se fundó el 1° de junio de 1942, inicialmente fue una empresa estatal que dependía del gobierno brasilero, pero luego fue vendida a manos privadas en el 1997. La empresa es la segunda más grande del mundo y a la vez es la empresa líder mundial en producción de hierro y segunda en níquel. Su sede se encuentra en Río de Janeiro y cotiza en las principales bolsas del mundo tales como San Pablo, Nueva York, Berlín, Hong Kong, entre otras²⁵.

²⁴ Información obtenida en el siguiente link consultado en agosto 2018:

<https://web.archive.org/web/20080505221234/http://www.gazeta.com.br/integraNoticia.aspx?Param=1%2C0%2C1719841%2CUIOU>

²⁵ Información obtenida en el sitio web de la compañía

<http://www.vale.com/brasil/EN/investors/company/Pages/default.aspx>

Gráfico 12: Gobierno corporativo y evolución de acciones – Vale.



A simple vista se puede observar no solo la poca relación de las acciones con el gobierno corporativo sino también una baja en el precio de las acciones muy abrupta, partiendo de la base 100 en enero de 2014, vemos que la empresa llega a un valor de casi 25 (eje derecho) en enero de 2016, si bien luego logra recuperar su valor inicial y sobrepasarlo, es un dato a tener en cuenta.

Con respecto al gobierno corporativo, durante julio 2015, la empresa logra un resultado favorable en un juicio donde fue acusada de arbitraje, junto a su principal socio israelí BSG resoruces (Rosas & Góes, 2014). Por otro lado, en septiembre del año 2015, Murilo Ferreira, presidente de la compañía abandona el consejo de administración en Petrobras, debido a los problemas que la petrolera enfrenta legalmente, de esta manera puede dedicar su mayor tiempo a la empresa minera (Schüffner, 2015). A partir del año 2016 veremos la situación inversa, la empresa comienza una recuperación del precio de sus acciones, principalmente debido a nuevos negocios con China en el mercado de *commodities*, y además impulsa un acuerdo con la empresa australiana Fortescue (Roes, 2016).

Sin embargo, el gobierno corporativo sufre un retroceso profundo, debido a varios motivos. Primero la empresa comienza a sufrir huelgas en lugares estratégicos de excavación, no solo por parte de los empleados sino también por parte de los habitantes del

lugar, la primera se da en Belo Horizonte (Góes, 2016) y luego en Mozambique, un lugar clave para los negocios de la firma (Saraiva, 2016). Por otro lado, un grupo de seis grandes inversores estadounidenses buscan una acción colectiva contra la firma por fraude en fondos de pensión (Maia, 2016) y finalmente durante marzo, la empresa decide cambiar su política de dividendos, antes los mismos se decidían previo al ejercicio, a partir de ahora se decidirán posteriormente (Góes, 2016).

Con respecto a la estadística, comprobamos todo lo que se puede ver en el gráfico, el índice de correlación nos da un valor de -72%, lo cual establece que la relación entre las variables es inversa.

Tabla 20: Regresión simple - Vale.

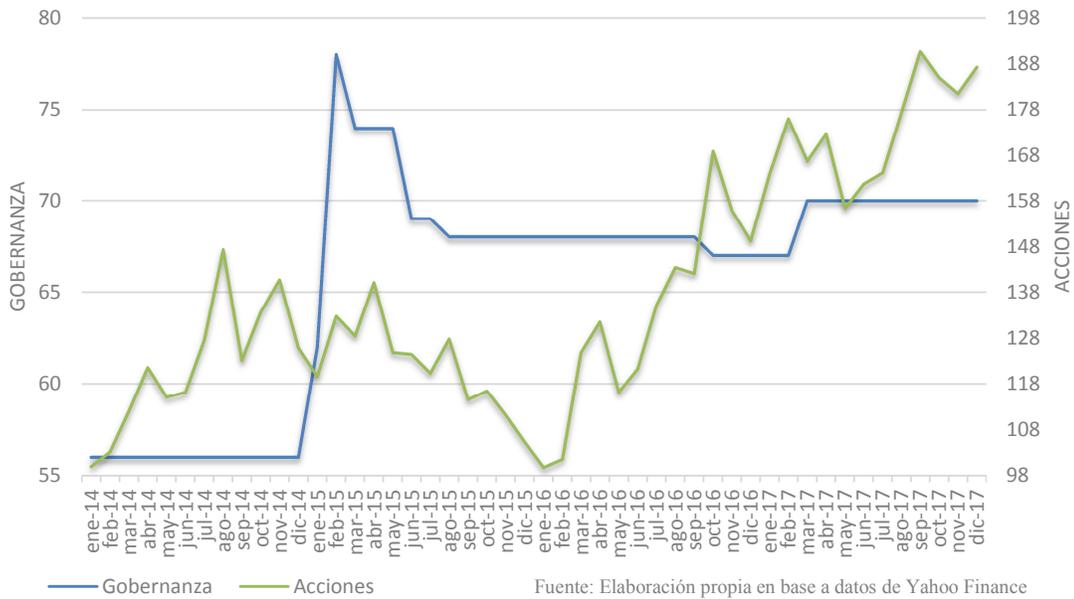
<i>Estadísticas de la regresión</i>	
Coefficiente de correlación múltiple	-0,723
Coefficiente de determinación R ²	0,523
R ² ajustado	0,513
Error típico	2,851
Observaciones	48

2.3.2: Itaú Unibanco

La historia del mayor banco privado de Brasil comienza en el 1943 cuando Alfredo Egydio crea el Banco Central de Crédito y al igual que muchas empresas británicas, tiene una historia extensa de adquisiciones. En el año 1952 cambia su nombre por Banco Federal de Crédito y en 1961 compra la empresa Banca Paulista de Comercio. En 1964 compra el Banco Itaú, un banco creado en 1944 en la ciudad de Itaú en el estado de Minas Gerais, a partir de aquí cambia su nombre a Banco Federal Itaú. Ya en 1973, con la compra del Banco Português do Brasil, el banco (que de ahora en adelante se llamaría simplemente Banco Itaú), pasaría a ser el segundo banco más grande de Brasil y el primero en cantidad de sucursales, teniendo presencia en todos los estados. La fusión más importante se da en el año 2008, cuando la empresa decide fusionarse con el Unibanco y de esta manera forma el conglomerado financiero más grande de América del Sur y cambia nuevamente su nombre por Itaú Unibanco S.A. Su sede se encuentra en San Pablo, y es presidida por Roberto Egydio Setubal ²⁶.

²⁶ Información obtenida en la página web del banco: <http://www.itaun.com.br>

Gráfico 13: Gobierno corporativo y evolución de acciones – Itaú.



Nuevamente vemos poca relación entre las variables, si bien no es tan pronunciada como en Vale, se puede observar que, en el mejor momento del gobierno corporativo, las acciones de la empresa decaen, sin llegar a pasar el nivel base. La segunda mitad del período, el gobierno corporativo no sufre alteraciones y las acciones logran casi duplicar su valor inicial.

Durante finales de 2014 y principios de 2015 la empresa lanza una modernización de sus filiales, las cual beneficia fuertemente a sus clientes (Mandl, 2014), mientras que además lanza una serie de proyectos sustentables, mediante la toma de deuda (Oyamada, 2015). Sin embargo, no todas son buenas noticias ya que en junio del 2015, el banco es investigado por el Consejo Administrativo de Defensa Económica (CADE), debido a irregularidad en la firma de contratos de crédito con los organismos públicos (Basile, 2015).

Con respecto a las acciones, la recuperación de 2016 comienza con el lanzamiento de una nueva política de créditos para todos sus clientes, lo cual logra el objetivo buscado y recibe la aprobación del Banco Central de Brasil (Marques, 2016). Por otro lado, durante mayo del año 2016 se realiza el juicio político a Dilma Rousseff, lo que concluye con su destitución, esta noticia es muy positiva para la bolsa de valores, lo que se puede ver en esta empresa y en otras a analizar, donde a partir de mayo del dicho año comienza una

recuperación del precio de las acciones. La estadística muestra una correlación positiva, pero considerablemente baja, ya que la misma supera apenas el 35%.

Tabla 21: Regresión simple - Itaú.

<i>Estadísticas de la regresión</i>	
Coefficiente de correlación múltiple	0,368
Coefficiente de determinación R ²	0,135
R ² ajustado	0,116
Error típico	5,798
Observaciones	48

2.3.3: Bradesco.

En el año 1943 nace con el nombre de Banco Brasileiro de Descontos, lo que más adelante será el segundo banco más importante de Brasil ya con el nombre Banco Bradesco. En ese momento los grandes bancos buscaban a los grandes terratenientes brasileiros, sin embargo, este banco se basó principalmente en comerciantes y empleados públicos. Al igual que el Banco Itaú, transita gran parte de su historia mediante adquisiciones de otros grupos en especial financieros, como por ejemplo en el año 1957, compra el Banco Nacional Imobiliario, el cual había tenido muchos problemas de liquidez y con la adquisición el banco logra reabrir más de 40 sucursales que la anterior empresa había tenido que cerrar en la ciudad de San Pablo. Hoy en día su sede central se encuentra en Osasco y se presidente es Octavio de Lazari Jr.

Gráfico 14: Gobierno corporativo y evolución de acciones - Bradesco.



Podemos ver una relación un poco más fuerte que en las otras empresas de Brasil, pero no parece ser una correlación tan sólida. También se puede observar un gobierno corporativo más volátil, dado que alterna más subas y bajas que los demás ya analizados, por el lado de las acciones, luego de una baja pronunciada del precio, vemos la recuperación que comienza en 2016 y se afianza, como se dijo en la empresa anterior, con la destitución de la entonces presidenta de la nación, Dilma Rousseff.

La primera caída en lo que respecta a gobierno corporativo comienza en el año 2015, especialmente cuando la empresa Moody's²⁷ decide bajar la calificación del banco pasando de BAA2 a BAA3 (Mandl, 2015). La baja continúa, y al igual que el banco anterior, Bradesco es investigado por el CADE de Brasil, por la irregularidad de créditos al sector público (Basile, 2015). A todo esto, se le suma a la publicación del ranking anual de quejas a los bancos que realiza el Banco Central de Brasil durante este periodo y el Bradesco subió del tercer puesto al segundo (Campos, 2015). Ya en el año 2016, el presidente del banco viaja al consejo mundial de Davos donde anuncia un viraje de la empresa, ya fuera de la tormenta del lava jato²⁸, lo cual hace reaccionar favorablemente las acciones y la gobernanza (Moreira, 2017). Cuando se busca en la estadística, vemos que lo que se pudo observar intuitivamente no se refleja en el índice de correlación, ya que el mismo es de

²⁷ Empresa calificadora de riesgo.

²⁸ Escándalo de corrupción en el gobierno brasileiro, que afectó a varios funcionarios públicos, empresarios y empresas.

apenas 15% en positivo, lo que, si bien es positivo, es considerablemente bajo, incluso más bajo que el Banco Itaú.

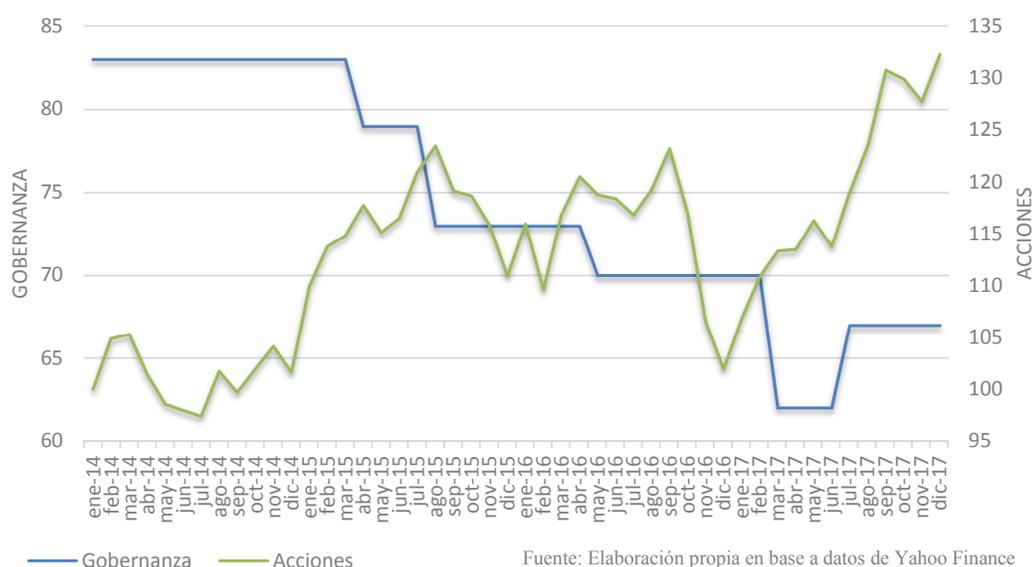
Tabla 22: Regresión simple - Bradesco.

<i>Estadísticas de la regresión</i>	
Coeficiente de correlación múltiple	0,153
Coeficiente de determinación R ²	0,023
R ² ajustado	0,002
Error típico	5,138
Observaciones	48

2.3.4: Ambev.

La siguiente empresa es una de las más jóvenes de Brasil, nacida en 1999 es la fusión de dos empresas de vasta experiencia en dicho país. Companhia Antarctica Paulista y Companhia Cervejaria Brahma se unieron dicho año para formar la empresa Ambev S.A. La primera empresa fue fundada en el año 1885 en la ciudad de San Pablo, mientras que la segunda en el año 1888 en Rio de Janeiro. La empresa si bien mantiene el nombre, fue comprada en el año 2004 por la cervecera belga Anheuser Busch InBev, la cual, con la compra de la cervecera brasilera, logró no solo expandirse al continente americano sino también pasar a ser la cervecería más importante del mundo. Hoy en día Ambev tiene sede en San Pablo y posee marcas muy conocidas, tales como, Brahma, Budweiser, Corona, Patagonia o Quilmes.

Gráfico 15: Gobierno corporativo y evolución de acciones - Ambev.



En esta compañía se puede observar que la correlación será poco e incluso negativa, las acciones de la firma tienen un crecimiento casi contante con algunas bajas, pero siempre con tendencia alcista, mientras que el gobierno corporativo tiene una tendencia decreciente durante los cuatro años analizados.

En marzo 2015 la empresa admite haber contratado los servicios de la consultora José Dirceu, una de las principales consultoras acusadas de corrupción en la causa del lava jato (Mattos, 2015). En julio 2017 la empresa fue denunciada por el CADE por irregularidades en el programa de fidelización de los clientes.

En el ámbito de las acciones, el mejor año de la compañía fue el 2017, en el cual logra aumentar un 30% sus acciones, llevándolas del nivel base de 100 a casi 130. Esto se debe principalmente a que la empresa Moody's eleva la perspectiva de la firma (Rocha, 2017).

La estadística en este ejemplo refleja con el índice en un valor de -63% que la correlación de ambas variables es alta e inversa, por lo que cuando una de las variables aumenta, la otra en lugar de seguir el mismo camino, retrocede.

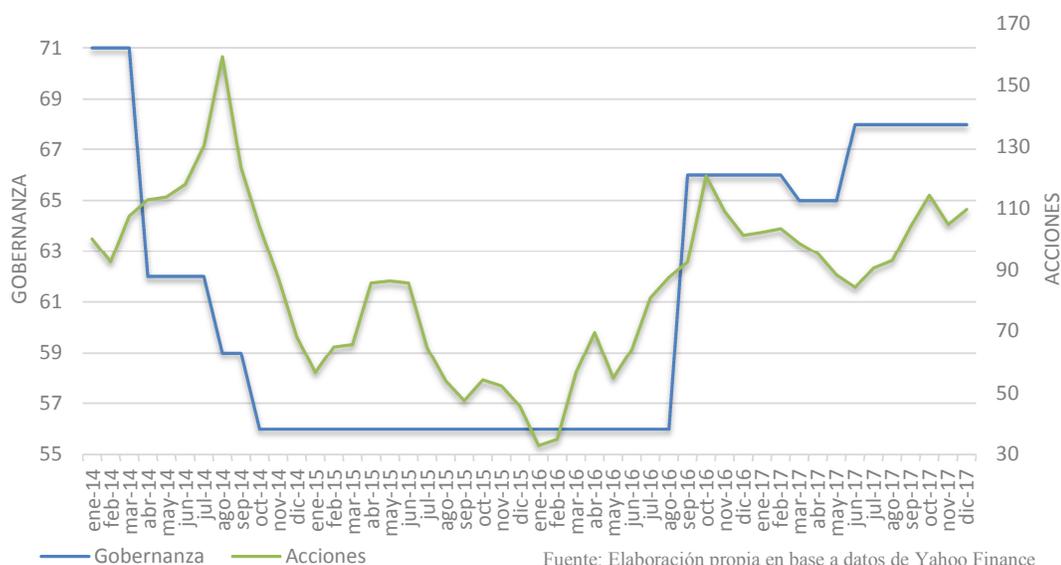
Tabla 23: Regresión simple - Ambev.

Estadísticas de la regresión	
Coefficiente de correlación múltiple	-0,630
Coefficiente de determinación R ²	0,397
R ² ajustado	0,384
Error típico	5,545
Observaciones	48

2.3.5: Petrobras.

El nombre de la empresa proviene de la conjunción de las palabras petróleo brasilero, y como su nombre lo indica es la industria petrolera nacional de Brasil. La compañía fue fundada por la ley numero 2004 sancionada por el presidente de Brasil Getulio Vargas en el año 1953. La empresa fue creada principalmente para la exploración y producción de petróleo, así como las actividades derivadas de gas natural, dejando afuera la distribución mayorista y la reventa al por menor. En el año 2002 la firma compra la empresa de energía argentina Pérez Compac Energía y así logra su posicionamiento en todo el territorio de América del Sur. Hoy en día el gobierno posee el 64% de las acciones de la compañía y es presidida por Ivan de Souza Monteiro. Por otro lado, es la primera empresa estatal a ser analizada en el presente trabajo.

Gráfico 16: Gobierno corporativo y evolución de acciones - Petrobras.



Fuente: Elaboración propia en base a datos de Yahoo Finance

Por primera vez en las empresas brasileras se puede observar una correlación más clara, y al igual que las demás empresas, podemos observar caídas del precio de las acciones hasta comienzos del año 2016, donde prácticamente todas logran una mejoría. Las razones se pueden establecer en el período que duró la presidencia de Dilma Rousseff, el mercado financiero mundial no aceptaba dicha presidencia y se encontraba en contra de gran parte de las medidas adoptadas. A principios de 2016 se comienza a vislumbrar, no solo la destitución de Dilma, sino también problemas para los posibles reemplazantes del partido como el caso de Luis Inacio Lula Da Silva. La destitución de la expresidenta se termina de

hacer efectiva en mayo del 2016 y es en esta empresa donde más se puede observar la reacción positiva del mercado. Las acciones pasan de valer 50 a más de 100, llegando casi a tocar 110, esto significa un aumento de más del 100%. Con respecto al gobierno corporativo, durante abril del año 2014 los accionistas minoritarios de la firma buscan mayor representación mediante un documento presentado en asamblea, para lograr ser partícipes de los temas de agenda de las futuras asambleas (Ragazzi, 2014). En octubre de 2014 se viven los peores meses de la empresa, las denuncias comienzan a aparecer. Por un lado, Paulo Roberto Costa, ex director de la firma, denuncia al partido de los trabajadores (PT) de quedarse con el 3% de los contratos que firmaba la empresa (Guilherme Vieira, 2014). Mientras que, por otro, se descubre un documento secreto, firmado entre la compañía y Alberto Youseff, un banquero relacionado al mercado negro y principal denunciado en el escándalo del lava jato (Guilherme Vieira, 2014). Ya en 2016 la empresa comienza el camino de la recuperación, y el gobierno corporativo no será la excepción. El primer cambio es el presidente, Pedro Parente, acepta asumir el cargo de la firma (Jubé, 2016), y en su primera aparición pública anuncio el plan de renovación de la firma, el cual iba a ser posible gracias a un préstamo que consiguió proveniente de un banco chino (Ramalho, 2016).

Finalmente, podemos ver que el índice de correlación simple nos da un valor de 58% en positivo, si bien el valor no es tan alto, comparado con el resto de las empresas brasileras analizadas sí lo es.

Tabla 24: Regresión simple - Petrobras.

<i>Estadísticas de la regresión</i>	
Coefficiente de correlación múltiple	0,581
Coefficiente de determinación R ²	0,338
R ² ajustado	0,323
Error típico	4,531
Observaciones	48

2.4: Perú.

La bolsa de Valores de Lima (BVL) comenzó sus actividades en el año 1860. Si bien durante varias décadas no transaccionó acciones, logró registrar cotizaciones de distintas plazas comerciales. A partir de 1898, el entonces presidente de Perú Nicolás de Pierola Villena impulso el negocio financiero de la bolsa y se editó el primer número del Boletín de la Bolsa Comercial de Lima. La actual bolsa fue creada en el año 1971 y se volvió

sociedad anónima en el 2002, y luego en 2016 se volvió a cambiar a sociedad anónima abierta. Su sede es en Lima, capital del país, es presidida por Marco Antonia Zaldivar y posee 282 empresas listadas²⁹.

El MSCI considera a Perú un mercado emergente pero su portafolio es el más reducido de los analizados, dado que posee solo tres empresas y una capitalización de 22.147 millones de dólares estadounidenses. Cabe aclarar que, por falta de información disponible, solo se analizarán dos empresas y el precio de sus acciones será obtenido de la NYSE, mientras que el dato de gobierno corporativo se obtendrá de la misma base de datos que los países anteriores.

Las empresas serán: Credicorp (banco) y Southern Copper (minería). Los datos se pueden encontrar en el anexo 4.

2.4.1: Credicorp.

Credicorp es el principal Holding de Perú, fue creado en el año 1995 por parte de la familia Romero y es el principal accionista de los bancos más importantes de dicho país: Banco de Crédito de Perú (BCP), Grupo Pacifico Seguros y Credicorp Capital, entre otros.

El Banco de Crédito de Perú es el más importante del país, creado en 1889 tiene una participación del mercado de alrededor del 30%. Su sede central es en Lima, y su directorio es presidido por Dionisio Romero (presidente de Credicorp)³⁰.

²⁹ Información obtenida de la página web de la bolsa: www.bvl.com.pe

³⁰ Información obtenida de la página web: <https://credicorp.gcs-web.com>

Gráfico 17: Gobierno corporativo y evolución de acciones - Credicorp.



A simple vista cuesta encontrar una relación. Las acciones de la empresa sufren una leve caída en los primeros dos años, pero luego se recuperan para cerrar el período alrededor de un 65% más altas que en el inicio. En cambio, el gobierno corporativo, a pesar de subas y bajas cierra el periodo en un valor de 54, sólo un punto por debajo de su valor inicial de 55. Durante mayo 2015, la revista Forbes de Estados Unidos la nombra como una de las empresas más valiosas subiendo del puesto 901 al 789 (Redacción El Comercio, 2015).

Sin embargo, a principio de 2017, algunos ratios preocuparon bastante a los analistas, entre ellos el ratio préstamos/depositos, lo que refleja una fuerte dependencia de otras fuentes de financiamiento (que no sean depositos) para sostener el negocio bancario. Un gerente de la empresa asegura que este ratio no es preocupante porque se encuentra en soles peruanos (Redacción El Comercio, 2017).

La estadística establece un coeficiente de -59%, lo que ratifica que el precio de las acciones de la empresa se encuentra explicado a la inversa por el índice de gobierno corporativo.

Tabla 25: Regresión simple - Credicorp.

<i>Estadísticas de la regresión</i>	
Coefficiente de correlación múltiple	-0,592
Coefficiente de determinación R ²	0,350
R ² ajustado	0,336
Error típico	1,172
Observaciones	48

2.4.2: Southern Copper.

La compañía minera es la principal de rubro en Perú fue creada en el año 1952. A nivel mundial es una de las mayores empresas de extracción y producción de cobre, molibdeno, zinc, plata y oro. En el año 2005 la empresa fue comprada por Grupo México, la empresa más grande de minería de México, la cual fue creada en 1978, luego que el gobierno declarara en banca rota a la empresa minera del país. De esta manera sus fundadores Raúl Antonia Escobedo y Larrea Mota Velazco compraron los pozos que dejó la antigua minera a precios accesibles y crearon la compañía. Hoy en día la empresa es presidida por Oscar González Rocha y tiene su sede en México D.F.³¹

Gráfico 18: Gobierno corporativo y evolución de acciones - Southern Copper.



³¹ Datos obtenidos de la página web de la empresa: www.southerncoppercorp.com

Esta última empresa posee un movimiento de acciones poco variado, si bien alterna subas y bajas, el valor final de las mismas es apenas 15% de diferencia con el inicial. Por el lado del gobierno corporativo la firma posee una tendencia decreciente, lo que hace visualizar que el índice de correlación será negativo.

El año 2015 será turbulento para la compañía, por un lado, comienza un proyecto de excavación en la ciudad de Quellaveco durante marzo, pero rápidamente comienzan los problemas, principalmente porque los habitantes del lugar se oponen a la excavación y comienzan a realizar huelgas junto a los trabajadores (Zanabria, 2015). Por otro lado, durante marzo 2017 el presidente de la empresa, Oscar González Rocha, acusa a Perú de no querer inversiones, y que por eso la empresa no crece en dicho país tanto como en México (Saldarriaga, 2017).

A continuación, se observa el cuadro estadístico y vemos como se esperaba una correlación negativa en línea con el gráfico y con la otra empresa analizada de Perú.

Tabla 26: Regresión simple - Southern Copper.

<i>Estadísticas de la regresión</i>	
Coefficiente de correlación múltiple	-0,645
Coefficiente de determinación R ²	0,417
R ² ajustado	0,404
Error típico	2,140
Observaciones	48

3: Lineamientos para la medición de gobierno corporativo en Argentina.

Durante el capítulo uno se analizaron un total de ocho sistemas de códigos de buenas prácticas de gobierno corporativo, contando tanto los anunciados por los entes reguladores, como por los grupos de empresas y hasta los anexos. Mirando todos esos códigos como ejemplo se puede diagramar un código que sea beneficioso para el mercado de valores argentinos. Ya se mencionó que el mismo está en constante crecimiento, pero que todavía no alcanza los niveles de Brasil o de Perú.

Primeramente, se debe decidir en cuál de los dos lados de la vereda se encontrará el nuevo código, por un lado, está el que cumple o explique y por otro la reglamentación. En este momento la Argentina se encuentra en el primer bloque, el cuál será beneficioso mantener por lo menos hasta que el código se consolide y las empresas comprendan su importancia.

Por otro lado, otra discusión importante se deriva del apartado de Estados Unidos. *One size fits all* se refiere a si existe un solo código que le aplique a todas las empresas del país. La respuesta es claramente no, ya que por ejemplo vimos códigos muy distintos entre sí y dentro del mismo país. Lo que sí me parece importante es que solamente debe haber una empresa u organización que se le asigne la responsabilidad de generar el código y controlar todas sus derivaciones. Esto se desprende de los códigos de Brasil y de Perú, los cuales poseen entes autárquicos dedicados exclusivamente a los códigos de buenas prácticas, lo que es muy bueno para la homogeneidad de los distintos códigos.

Además, y para responder la pregunta de varios códigos o uno solo, es conveniente utilizar el modelo peruano, dado que posee un solo código, pero con distintos anexos adaptables al tipo de empresas que se encuentran en su economía. En el caso de Argentina, coincidiendo con el modelo peruano se puede hacer un apartado de empresas estatales, dado que hay empresas muy grandes, como por ejemplo Y.P.F o Edenor que cotizan en bolsa y son propiedad del estado.

Con respecto a las empresas familiares (otro anexo del código peruano), también se podría crear un anexo, hay empresas muy grandes, que mucho movimiento en la Bolsa de Valores, tales como Tenaris o el Grupo Macro, las cuales son propiedad de una familia. Esto, sumado a que el objetivo de la bolsa es sumar nuevas empresas y ampliar sus horizontes, por ejemplo, a PyMES, dentro de las cuales se pueden encontrar varias empresas familiares.

Analizando específicamente el contenido de un código se podrían establecer los siguientes pilares:

1. Directorio.
2. Accionistas.
3. Grupos de interés.
4. Contabilidad y Transparencia.
5. Conflicto de intereses.

Sería muy difícil establecer principios para cada uno, pero a grandes rasgos cada pilar deberá describir cada punto en especial.

Con respecto al directorio, los pilares deberán cubrir desde su elección, hasta sus principales tareas, pasando por todos los temas relevantes. Entre ellos podemos dar dos ejemplos importantes que se encuentran en otros códigos vistos. De Estados Unidos, se puede tomar en la parte de remuneración del directorio, el pago de incentivos en acciones de la compañía, siendo esto una manera de reducir los costos de agencia y de alinear los intereses del directorio con el de los accionistas. Por otro lado, del código de Brasil, un punto muy importante es el establecimiento de una secretaria de gobernanza, la misma es similar a un comité de directorio, pero se encargará de todo lo que respecta a buen gobierno corporativo de la compañía, reportando directamente al presidente. De esta manera, se le dará a un sector toda la responsabilidad, en vez de dividirlo entre los respectivos gerentes.

En el punto dos, se deberán describir todas las condiciones que se le establecen a los accionistas, el primer principio deberá ser “una acción, un voto” para velar por la igualdad de los accionistas. También se deberán aclarar cómo será la comunicación entre ambos grupos, las reuniones que tendrán y los objetivos de éstas, así como las formas de convocatoria. El objetivo principal del pilar será establecer las responsabilidades de los accionistas y buscar la igualdad entre todos los mismos.

El pilar tres deberá tener un principio por cada grupo de interés, los mismos son igual de influyentes que los accionistas o que el directorio. Desde los proveedores de la firma, hasta la prensa, pasando por sus empleados y hasta información sobre el medio ambiente. De esta manera, y diferenciándose del código peruano, la responsabilidad social empresarial deberá formar parte del código, dado que es igual de importante que los demás temas.

La contabilidad y la transparencia forman parte de todos los códigos de buenas prácticas, la explicación deberá especificar qué informes son obligatorios a presentar, y a qué entidad, comenzando por balances tanto económicos como sociales.

Por último, el pilar de conflicto de intereses, especialmente cuando los intereses de los accionistas difieren con el directorio, para aclarar esto se deberá tener un código de conducta que deben incluir en lo posible todas las situaciones que puedan presentarse y su solución, de ser posible. El mismo debe ser firmado con regularidad por ambas partes. También se debe incluir otros conflictos con otros grupos de interés que se puedan presentar. Este código dependerá exclusivamente de cada compañía y del mercado en el que opera.

Con respecto a los anexos antes mencionados, el modelo peruano establece que cada uno posee nuevos pilares y principios, y considero más conveniente que solamente se amplíen los ya existentes para cada caso en particular. Por ejemplo, en el caso de las empresas estatales, su directorio deberá poseer más directores independientes que cualquier otra empresa, los mismos deberán de ser ajenos al gobierno de turno, para poder tomar decisiones que beneficien a la compañía, aunque sean perjudiciales para los intereses de los gobernantes. Con respecto a las empresas familiares, deberá hacerse hincapié en los conflictos de intereses que puedan aparecer entre los empleados externos a la familia y los miembros de esta. Tanto el código peruano como el brasilero establecen con distintos nombres un código familiar, en el cual se describen todos los posibles conflictos, sus soluciones y las atribuciones de cada miembro, tanto familiar como externo.

Por último, y volviendo a citar el modelo de Perú, me parece muy positiva la inclusión de una encuesta similar a la voz del mercado, en donde una consultora establece las empresas que cumplen los pilares y las premia, especialmente incluyéndolas en un posible índice que cotice en bolsa. También se pueden otorgar beneficios impositivos a las empresas que más se dediquen a cumplir las recomendaciones establecidas.

De esta manera se puede construir un código de buenas prácticas de gobierno corporativo y buscar su medición, siguiendo la metodología del IoD se puede desarrollar un modelo, el cual mida numéricamente los pilares y sus principios, estableciendo un ranking que llevará a los premios e incentivos antes mencionados. Si esto se logra, se puede llevarlo, al igual que en Brasil o Perú a la bolsa, mediante un índice que agrupe las mejores empresas, ponderándolas según su performance, que deberá cotizar como los demás índices que posee la Bolsa de Buenos Aires.

Conclusiones.

Durante el actual trabajo se observaron las distintas formas de los códigos de buena gobernanza donde, analizados los cuatro países, se puede ver que según los tipos de empresas que predominan en cada uno y los objetivos de estas, los códigos de conducta apuntarán en distintas direcciones. A modo de ejemplo, Estados Unidos posee muchas empresas que se dedican a la compra de otras, por lo que es común ver en sus códigos apartados específicos sobre las adquisiciones y fusiones no solo pacíficas sino también hostiles. Otro ejemplo es el caso de Perú y sus apartados para empresas del estado o familiares, las cuales predominan en su economía. Por lo que cualquier código que se pueda hacer para la Argentina, como se explicó en el capítulo tres necesitará un análisis profundo de la economía y del tipo de empresas.

Durante el capítulo dos se intentó buscar una relación entre el precio de las acciones y la medición del gobierno corporativo. Vemos a continuación una división país por país para concluir el punto.

Estados Unidos 	
	-70%
 Microsoft	83%
	-78%
	-95%
	-86%

El caso estadounidense tiene la particularidad que todas sus empresas son del mismo sector, como se aclaró previamente todas cotizan en el NASDAQ debido a su condición de empresas de tecnología. A la hora de buscar una relación, se puede observar claramente que los coeficientes de correlación son en su mayoría negativos, lo que indica que no solo no existe relación entre el precio de las acciones y el gobierno corporativo, sino que cuando la gobernanza sube, el precio de las acciones desciende, excepto en una empresa de las cinco analizadas, donde la relación es positiva.

En las islas británicas tenemos más variedad de sectores, un banco, dos empresas petroleras y dos laboratorios. Si bien no es tan fácil como en el caso anterior concluir que la relación es inversa, podemos observar que 3 de las empresas se encuentran cercanas al valor cero, esto significa que la correlación de las variables es nula. Si además se suma el caso de Shell que posee un 20%, lo que es relativamente bajo, se puede concluir que en el Reino Unido no hay relación entre las variables. Si miramos por sector, tampoco se puede ver una relación, dado que los números son muy diferentes.



Nuevamente es complicado establecer una tendencia en Brasil, en este caso, encontramos valores más altos en positivo, pero aun así no lo suficientemente altos. Además, nuevamente podemos ver empresas con valores negativos significativos. Si analizamos los sectores por separado, el sector bancario brasileiro coincide en que tiene una relación baja, pero positiva, a la que se puede sumar también, el banco británico HSBC. La empresa petrolera de Brasil posee resultados totalmente distintos a las petroleras británicas, por lo que tampoco en este sector

se encuentran coincidencias.

Finalmente, el caso peruano es el único con una sola tendencia, pero menos empresas analizadas. Por sector, podemos ver que el bancario, no se condice con los demás bancos; mientras que la empresa minera, tiene una relación con Vale, la del mismo sector brasilero.



Luego del análisis de 17 empresas, solo una posee un valor de correlación significativo, mientras que 9 empresas poseen valores en negativo muy altos, lo que hace caer la teoría de que los accionistas miran el gobierno corporativo al momento de elegir acciones. Con respecto a los sectores, en el único caso que se puede encontrar una relación es la minería, las dos empresas del sector poseen resultados similares, los cuales nuevamente son negativos y significativos. Con respecto a los sectores, en el único caso que se puede encontrar una relación es la minería, las dos empresas del sector poseen resultados similares, los cuales nuevamente son negativos y significativos.

Podemos concluir que el capital financiero sigue buscando rentabilidades positivas y no se interesa mucho en las acciones de gobernanza que realizan las distintas firmas. Si bien no es objetivo del presente trabajo establecer las causas, queda abierta la discusión para futuras investigaciones.

En el ámbito de Argentina, es difícil encontrar discusiones sobre el tema. Si bien en los últimos años comenzó a tomar más importancia todavía es escaso. Durante el trabajo se puede ver que tomando distintos códigos, de países muy diferentes y con mercados muy variados, se puede realizar un primer borrador para un código exclusivo del país, adaptado a la Bolsa de Valores local. De esta manera se puede avanzar hacia un código de buen Gobierno Corporativo en la Argentina y subirse a la ola de reformas que varios países están tomando.

Anexos.

Anexo N° 1: Empresas Estados Unidos. Gobernanza y Acciones (año base 2014 = 100)

	Apple		Microsoft		Amazon		Facebook		Google	
	GC	Acciones	GC	Acciones	GC	Acciones	GC	Acciones	GC	Acciones
ene-14	62,00	100,00	63,00	100,00	50,00	100,00	49,00	100,00	53,00	100,00
feb-14	62,00	105,12	63,00	101,24	50,00	100,95	51,00	109,41	53,00	102,94
mar-14	62,00	107,22	63,00	108,32	50,00	93,78	51,00	96,28	53,00	94,37
abr-14	62,00	117,88	63,00	106,77	50,00	84,79	51,00	95,54	55,00	90,49
may-14	62,00	126,45	63,00	108,19	50,00	87,14	51,00	101,17	55,00	96,71
jun-14	62,00	129,95	63,00	110,20	50,00	90,55	51,00	107,54	55,00	98,92
jul-14	62,00	133,68	63,00	114,06	50,00	87,26	51,00	116,11	55,00	98,05
ago-14	62,00	143,33	63,00	120,06	50,00	94,52	51,00	119,58	55,00	98,53
sep-14	62,00	140,88	63,00	122,52	50,00	89,89	51,00	126,32	55,00	99,55
oct-14	62,00	151,02	63,00	124,08	50,00	85,16	51,00	119,85	55,00	96,07
nov-14	62,00	166,30	63,00	126,35	50,00	94,41	51,00	124,18	55,00	92,89
dic-14	67,00	154,35	63,00	122,75	50,00	86,52	51,00	124,69	55,00	89,78
ene-15	67,00	163,83	64,00	106,77	50,00	98,84	51,00	121,32	55,00	90,94
feb-15	67,00	179,63	66,00	115,88	50,00	105,99	51,00	126,21	52,00	95,19
mar-15	62,00	173,99	66,00	107,45	50,00	103,74	51,00	131,40	52,00	93,85
abr-15	62,00	175,00	66,00	128,54	50,00	117,59	51,00	125,89	51,00	92,84
may-15	62,00	182,17	66,00	123,84	50,00	119,67	51,00	126,56	51,00	92,26
jun-15	62,00	175,39	66,00	116,68	50,00	121,02	51,00	137,08	51,00	91,37
jul-15	62,00	169,62	66,00	123,41	50,00	149,47	51,00	150,25	51,00	111,24
ago-15	62,00	157,90	66,00	115,01	50,00	142,99	51,00	143,41	51,00	109,60
sep-15	62,00	154,23	66,00	116,97	50,00	142,71	51,00	143,68	51,00	108,00
oct-15	62,00	167,10	66,00	139,11	50,00	174,50	47,00	162,97	51,00	124,75
nov-15	62,00	165,42	66,00	143,63	50,00	185,34	47,00	166,60	51,00	129,06
dic-15	62,00	147,19	66,00	146,62	50,00	188,43	47,00	167,27	51,00	131,63
ene-16	62,00	136,11	66,00	145,59	50,00	163,65	47,00	179,34	51,00	128,81
feb-16	62,00	135,20	66,00	134,46	50,00	154,04	47,00	170,88	51,00	121,34
mar-16	62,00	152,40	67,00	145,96	50,00	165,50	44,00	182,36	51,00	129,07
abr-16	59,00	131,08	67,00	131,79	50,00	183,89	44,00	187,92	51,00	119,76
may-16	59,00	139,64	67,00	140,06	50,00	201,51	44,00	189,88	51,00	126,69
jun-16	59,00	133,68	67,00	135,23	50,00	199,51	44,00	182,64	51,00	119,03
jul-16	59,00	145,72	67,00	149,79	50,00	211,55	44,00	198,08	51,00	133,88
ago-16	59,00	148,36	67,00	151,85	50,00	214,44	44,00	201,57	51,00	133,63
sep-16	59,00	158,08	67,00	152,22	50,00	233,44	44,00	205,00	52,00	136,03
oct-16	59,00	158,77	67,00	158,35	50,00	220,20	44,00	209,35	52,00	137,02
nov-16	57,00	154,54	67,00	159,25	50,00	209,25	44,00	189,26	52,00	131,27
dic-16	59,00	161,95	67,00	164,22	50,00	214,30	44,00	183,87	52,00	136,95
ene-17	57,00	169,69	67,00	170,85	49,00	229,58	44,00	208,28	52,00	138,76
feb-17	57,00	191,56	67,00	169,08	49,00	235,59	44,00	216,62	52,00	142,95

mar-17	53,00	200,88	64,00	174,05	45,00	247,16	38,00	227,03	47,00	143,43
abr-17	53,00	200,87	64,00	180,92	45,00	257,88	38,00	240,13	47,00	156,41
may-17	53,00	213,61	71,00	184,57	45,00	277,29	38,00	242,06	47,00	167,00
jun-17	53,00	201,39	71,00	182,16	45,00	269,87	38,00	241,30	47,00	157,29
jul-17	53,00	207,97	71,00	192,12	45,00	275,39	39,00	270,50	47,00	159,96
ago-17	53,00	229,32	71,00	197,60	45,00	273,38	39,00	274,84	47,00	159,75
sep-17	53,00	215,51	71,00	196,86	45,00	268,02	39,00	273,09	44,00	164,74
oct-17	53,00	236,37	71,00	219,82	45,00	308,14	39,00	287,77	44,00	174,77
nov-17	53,00	240,30	71,00	222,44	45,00	328,07	39,00	283,17	44,00	175,30
dic-17	53,00	236,64	71,00	226,06	45,00	326,04	39,00	282,02	44,00	178,22

Anexo N° 2: Empresas Reino Unido. Gobernanza y Acciones (año base 2014 = 100)

	HSBC		The Royal Dutch		British Petroleum		Glaxonsmithkline		Astrazaneca	
	GC	Acciones	GC	Acciones	GC	Acciones	GC	Acciones	GC	Acciones
ene-14	58,00	100,00	85,00	100,00	66,00	100,00	72,00	100,00	80,00	100,00
feb-14	58,00	100,43	85,00	103,54	66,00	105,52	69,00	106,87	80,00	105,84
mar-14	58,00	96,89	85,00	104,16	66,00	100,42	69,00	101,76	80,00	100,47
abr-14	58,00	96,35	85,00	111,58	66,00	104,44	69,00	104,35	80,00	120,88
may-14	64,00	100,35	85,00	111,48	66,00	106,07	69,00	102,37	80,00	111,01
jun-14	64,00	94,56	85,00	114,98	66,00	107,72	71,00	100,00	80,00	112,49
jul-14	64,00	101,50	85,00	116,04	66,00	101,26	71,00	91,85	80,00	112,60
ago-14	67,00	103,99	85,00	115,90	66,00	100,76	71,00	94,28	80,00	118,36
sep-14	67,00	99,86	85,00	112,12	66,00	94,86	71,00	90,35	80,00	115,11
oct-14	67,00	101,99	85,00	106,28	66,00	93,93	71,00	90,63	81,00	117,75
nov-14	67,00	101,59	85,00	101,38	66,00	87,91	71,00	94,95	81,00	123,88
dic-14	67,00	97,07	85,00	102,38	66,00	85,98	71,00	87,98	83,00	118,06
ene-15	67,00	97,22	85,00	95,94	66,00	91,84	71,00	93,80	83,00	122,92
feb-15	67,00	92,07	85,00	100,69	66,00	93,73	71,00	98,56	83,00	115,84
mar-15	66,00	91,55	85,00	95,46	66,00	91,36	71,00	98,85	83,00	119,90
abr-15	66,00	103,37	86,00	97,91	69,00	98,35	71,00	96,84	80,00	116,53
may-15	66,00	99,31	86,00	92,37	66,00	94,30	71,00	92,93	80,00	113,32
jun-15	66,00	90,93	86,00	84,93	66,00	90,46	71,00	84,56	80,00	104,16
jul-15	66,00	92,46	86,00	87,47	74,00	87,23	71,00	89,26	80,00	111,96
ago-15	62,00	82,89	86,00	78,61	74,00	75,42	74,00	85,71	80,00	105,84
sep-15	62,00	79,54	83,00	73,88	74,00	69,76	74,00	80,95	80,00	108,37
oct-15	62,00	80,96	83,00	80,34	74,00	80,84	74,00	89,83	80,00	107,57
nov-15	62,00	84,45	83,00	78,11	74,00	80,58	74,00	86,67	80,00	116,69
dic-15	62,00	85,52	83,00	72,55	74,00	74,06	74,00	87,79	80,00	119,64
ene-16	62,00	78,52	83,00	72,17	74,00	71,60	74,00	92,01	75,00	116,30
feb-16	62,00	73,31	83,00	78,32	74,00	69,06	74,00	89,48	75,00	106,44
mar-16	62,00	69,20	87,00	80,06	74,00	73,92	74,00	90,28	75,00	101,14
abr-16	64,00	72,17	87,00	84,60	74,00	71,04	75,00	93,29	75,00	101,80
may-16	64,00	70,98	87,00	78,80	79,00	74,74	75,00	92,39	75,00	104,39
jun-16	64,00	74,31	87,00	97,34	79,00	88,87	75,00	102,59	75,00	115,77
jul-16	64,00	78,96	87,00	92,42	79,00	89,30	75,00	107,93	75,00	130,83

ago-16	64,00	90,00	87,00	88,45	79,00	90,73	75,00	104,80	75,00	127,23
sep-16	64,00	92,30	87,00	90,99	79,00	94,14	75,00	105,05	75,00	129,69
oct-16	64,00	98,28	87,00	96,91	86,00	102,41	75,00	103,48	75,00	118,91
nov-16	64,00	101,31	87,00	96,32	86,00	96,12	75,00	95,62	73,00	107,54
dic-16	64,00	103,96	87,00	100,71	86,00	106,61	75,00	99,87	75,00	115,01
ene-17	64,00	107,88	87,00	102,09	86,00	107,38	74,00	97,70	72,00	108,70
feb-17	64,00	103,11	87,00	98,86	86,00	94,46	74,00	105,37	72,00	120,36
mar-17	63,00	103,81	85,00	99,64	84,00	95,14	70,00	106,11	70,00	127,32
abr-17	63,00	101,52	85,00	95,20	84,00	98,56	70,00	99,10	70,00	120,19
may-17	63,00	107,75	85,00	99,83	84,00	97,64	70,00	108,92	70,00	135,65
jun-17	63,00	113,51	80,00	96,74	84,00	92,64	70,00	104,57	70,00	133,08
jul-17	63,00	120,73	80,00	101,40	84,00	93,26	70,00	96,84	70,00	118,41
ago-17	63,00	119,70	80,00	101,12	84,00	93,13	70,00	98,05	70,00	117,69
sep-17	63,00	117,56	80,00	106,89	84,00	99,85	70,00	95,17	70,00	128,42
oct-17	63,00	117,11	80,00	112,46	84,00	106,74	70,00	86,80	70,00	130,41
nov-17	63,00	117,07	80,00	112,08	84,00	102,32	70,00	81,81	70,00	123,80
dic-17	63,00	122,31	80,00	117,90	84,00	109,35	70,00	84,56	70,00	132,72

Anexo N° 3: Empresas Brasil. Gobernanza y Acciones (año base 2014 = 100)

	Vale S.A.		Itau Unibanco		Bradesco		AMBEV		Petrobras	
	GC	Acciones	GC	Acciones	GC	Acciones	GC	Acciones	GC	Acciones
ene-14	66,00	100,00	56,00	100,00	63,00	100,00	83,00	100,00	71,00	100,00
feb-14	66,00	99,85	56,00	103,14	63,00	104,40	83,00	104,91	71,00	92,45
mar-14	66,00	95,07	56,00	111,96	63,00	119,23	83,00	105,34	71,00	107,35
abr-14	66,00	89,41	56,00	121,51	63,00	126,99	83,00	101,44	62,00	112,65
may-14	66,00	86,11	56,00	115,00	63,00	119,30	83,00	98,58	62,00	113,54
jun-14	66,00	88,47	56,00	116,14	63,00	122,52	83,00	97,96	62,00	117,62
jul-14	66,00	98,49	56,00	127,52	67,00	132,30	83,00	97,40	62,00	129,93
ago-14	74,00	88,35	56,00	147,22	67,00	157,26	83,00	101,75	59,00	158,91
sep-14	74,00	81,24	56,00	123,05	67,00	133,18	83,00	99,70	59,00	123,06
oct-14	74,00	75,64	56,00	133,52	66,00	142,66	83,00	101,94	56,00	103,95
nov-14	74,00	70,47	56,00	140,68	66,00	151,49	83,00	104,17	56,00	87,35
dic-14	74,00	66,29	56,00	125,78	66,00	134,02	83,00	101,63	56,00	68,23
ene-15	74,00	56,31	62,00	119,60	66,00	128,94	83,00	109,95	56,00	56,46
feb-15	74,00	64,30	78,00	132,68	66,00	143,73	83,00	113,81	56,00	64,97
mar-15	74,00	54,28	74,00	128,36	63,00	135,55	83,00	114,86	56,00	65,71
abr-15	74,00	70,20	74,00	140,06	65,00	147,61	79,00	117,79	56,00	85,58
may-15	74,00	60,67	74,00	124,80	65,00	129,36	79,00	115,18	56,00	86,19
jun-15	74,00	55,34	69,00	124,40	60,00	130,41	79,00	116,54	56,00	85,51
jul-15	74,00	54,07	69,00	120,28	60,00	166,56	79,00	120,96	56,00	64,69
ago-15	74,00	54,22	68,00	127,73	55,00	158,74	73,00	123,44	56,00	53,74
sep-15	74,00	50,17	68,00	114,49	55,00	129,07	73,00	119,15	56,00	47,41
oct-15	79,00	50,14	68,00	116,43	53,00	130,60	73,00	118,66	56,00	54,08
nov-15	79,00	39,85	68,00	111,12	53,00	128,95	73,00	115,86	56,00	52,18
dic-15	79,00	39,43	68,00	105,29	53,00	88,44	73,00	110,95	56,00	45,58

ene-16	79,00	29,41	68,00	99,77	53,00	83,26	73,00	115,98	56,00	32,93
feb-16	79,00	35,73	68,00	101,57	53,00	97,89	73,00	109,64	56,00	34,97
mar-16	77,00	45,84	68,00	124,80	53,00	124,13	73,00	116,85	56,00	56,53
abr-16	69,00	59,88	68,00	131,44	53,00	130,69	73,00	120,52	56,00	69,59
may-16	69,00	43,03	68,00	116,16	53,00	115,05	70,00	118,78	56,00	54,69
jun-16	69,00	49,23	68,00	121,16	53,00	127,05	70,00	118,41	56,00	64,08
jul-16	69,00	55,98	68,00	135,12	53,00	143,10	70,00	116,85	56,00	80,75
ago-16	69,00	51,26	68,00	143,35	53,00	146,63	70,00	119,28	56,00	87,41
sep-16	69,00	53,89	68,00	142,03	53,00	149,71	70,00	123,19	66,00	92,31
oct-16	69,00	66,81	67,00	168,90	53,00	168,73	70,00	117,04	66,00	120,34
nov-16	69,00	74,34	67,00	155,80	53,00	150,11	70,00	106,60	66,00	108,84
dic-16	69,00	77,70	67,00	149,11	53,00	146,33	70,00	101,94	66,00	101,16
ene-17	70,00	97,37	67,00	163,80	64,00	165,00	70,00	106,91	66,00	102,18
feb-17	70,00	99,00	67,00	176,07	64,00	168,63	70,00	110,89	66,00	103,27
mar-17	68,00	90,14	70,00	166,70	60,00	163,38	62,00	113,37	65,00	98,57
abr-17	68,00	83,12	70,00	172,69	60,00	168,58	62,00	113,50	65,00	95,03
may-17	68,00	82,21	70,00	156,37	60,00	152,75	62,00	116,29	65,00	88,16
jun-17	68,00	87,75	70,00	161,65	60,00	156,25	62,00	113,81	68,00	84,15
jul-17	68,00	94,70	70,00	164,15	60,00	167,57	67,00	119,03	68,00	90,41
ago-17	68,00	106,14	70,00	177,48	60,00	186,38	67,00	123,44	68,00	92,86
sep-17	68,00	96,43	70,00	190,68	60,00	194,54	67,00	130,78	68,00	104,08
oct-17	68,00	97,13	70,00	184,96	60,00	192,49	67,00	129,91	68,00	114,08
nov-17	68,00	106,32	70,00	181,53	60,00	181,22	67,00	127,79	68,00	104,63
dic-17	68,00	121,82	70,00	187,29	60,00	187,88	67,00	132,27	68,00	109,52

Anexo N° 4: Empresas Perú. Gobernanza y Acciones (año base 2014 = 100)

	Credicorp		Southern	
	GC	Acciones	GC	Acciones
ene-14	55,00	100,00	73,00	100,00
feb-14	55,00	98,47	73,00	102,69
mar-14	55,00	104,55	73,00	106,55
abr-14	55,00	117,55	73,00	111,13
may-14	55,00	123,06	70,00	106,16
jun-14	55,00	122,45	70,00	110,04
jul-14	55,00	116,50	70,00	104,97
ago-14	55,00	122,13	70,00	107,66
sep-14	55,00	120,81	70,00	105,84
oct-14	55,00	126,80	70,00	112,42
nov-14	55,00	130,47	70,00	115,01
dic-14	55,00	126,16	70,00	119,08
ene-15	55,00	113,51	70,00	122,99
feb-15	55,00	114,38	70,00	111,03
mar-15	55,00	110,76	70,00	107,37
abr-15	55,00	120,15	73,00	107,42
may-15	55,00	111,16	73,00	105,94

jun-15	55,00	109,41	73,00	101,60
jul-15	55,00	103,88	73,00	108,46
ago-15	57,00	86,62	73,00	105,26
sep-15	57,00	85,43	73,00	108,39
oct-15	57,00	89,14	73,00	109,36
nov-15	57,00	83,18	73,00	108,00
dic-15	57,00	76,65	70,00	113,46
ene-16	57,00	79,83	70,00	118,62
feb-16	57,00	92,34	70,00	116,83
mar-16	57,00	103,18	70,00	125,44
abr-16	57,00	114,53	70,00	121,48
may-16	57,00	110,42	70,00	119,88
jun-16	57,00	121,55	70,00	130,04
jul-16	57,00	126,28	70,00	129,73
ago-16	57,00	123,40	67,00	124,47
sep-16	57,00	119,89	67,00	124,39
oct-16	57,00	117,10	67,00	125,05
nov-16	52,00	123,41	67,00	113,53
dic-16	57,00	124,33	67,00	119,28
ene-17	52,00	128,91	67,00	119,86
feb-17	52,00	129,65	67,00	123,23
mar-17	54,00	128,61	65,00	120,71
abr-17	54,00	121,02	65,00	120,76
may-17	54,00	131,94	65,00	122,72
jun-17	54,00	141,29	65,00	116,10
jul-17	54,00	145,82	65,00	116,22
ago-17	54,00	159,76	65,00	117,02
sep-17	54,00	161,47	65,00	119,16
oct-17	54,00	164,95	65,00	126,58
nov-17	54,00	166,21	68,00	124,15
dic-17	54,00	163,37	68,00	116,61

Bibliografia

- Anand, S. (2007). *Essentials of Corporate Governance*. John Wiley & Sons.
- Arcot, S., & Bruno, V. (2005). In Letter but not in Spirit: An Analysis of Corporate Governance in the UK. RICAFA 2.
- Bambrough, B. (2016, March 13). AstraZeneca facing a shareholder revolt over performance targets. *City A.M.*
- Bambrough, B. (2016, June 8). Glaxo's arthritis drug reaches two key targets. *City A.M.*
- Barber, L. (2015, April 2). General Election 2015: AstraZeneca boss Pascal Soriot distances himself from Conservative supporting Telegraph business leader letter. *City A.M.*
- Basile, J. (2015, Junio 10). Cade investiga seis bancos em consignano. *Valor*.
- Berle, A., & Means, G. (1932). *The Modern Corporation and Private Property*. New York: Macmillan.
- Boguslaw, J. (2002). Have we arrived? Only when the integration of stakeholder interests becomes business as usual. *Accountability Quarterly*, 52-58.
- Brown, T. (2017). *Governance Is Stifling Our Quoted Companies*. London,. UK: Financial Report Council.
- Brown, T. (2017). *Tragedy & Challenge: An Inside View of UK Engineering's Decline and the Challenge of the Brexit Economy*. Leicester, UK: Troubador Publishing.
- Burotto, J. F., & Contreras, F. (2012). Asimetrías de información entre agente y principal de las universidades chilenas. *Estudios Gerenciales*, 83-104.
- Butler, J., Goldberg, L., & Fitzgerald, E. (2004). The corporate governance landscape in the United States. *Global Corporate Governance*, 63-66.
- BVL. (2013). Código de Buen Gobierno Corporativo para las Sociedades Peruanas. Bolsa de Valores de Lima.
- BVL; EY. (2016). *La voz del Mercado*. Ernst & Young.
- Cadbury, A. (1992). *The Financial Aspects of Corporate Governance*. Londres: Gee.
- CAF. (2012). *Gobierno Corporativo en América Latina. Importancia para las empresas de propiedad estatal*. Confederación Andina de Fomento.
- Campos, E. (2015, Agosto 17). Queixas contra bancos e financeiras aumentam 26% em julho. *Valor*.
- Da Silva, L., Kramer, D., Do Nascimento, V., Costa Reis, P., & Souza, A. (2015). *O impacto da governanca corporativa no risco da empresa petrobras*. SEGet.
- Dart, T. (2016, February 11). Families of Americans killed by Mexican cartels sue HSBC for laundering billions. *The Guardian*.
- Davis, G., & Cobb, A. (2010). Resource Dependence Theory: Past and future. *Research in the Sociology of Organizations*, 21-42.
- Davis, J., Schoorman, D., & Donaldson, L. (1997). Toward a stewardship theory of management. *Academy of management review*, 24-47.
- De Andrade Filho, A. C. (2015). *Falhas de Governança corporativa*. Rio de Janeiro, Brasil: CENTRO DE CIÊNCIAS SOCIAIS - CCS.
- De Moor, C. (2014). *Board effectiveness: one-tier versus two-tier boards*. Ghent, Belgium: UNIVERSITY OF GHENT.
- Deloitte. (2017). *Mercado de Fusiones y Adquisiciones de Latinoamérica*. Deloitte.
- Donaldson, T., & Preston, L. (1995). The stakeholders theory of the corporation: concepts, evidence and implications. *Academy of Management Review*, 65-91.
- Egan, M. (2015, February 19). Apple accused of stealing employees from battery maker . *CNN*.
- Encyclopaedia Britannica. (2018, July 19). *Britannica*. Retrieved from www.britannica.com

- Faccio, M. (2006). Politically Connected Firms. *The American Economic Review*, 369-386.
- Fama, E., & Jensen, M. (1983). Separation of Ownership and Control. *Journal of Law and Economics*, 301-325.
- Fiegerman, S. (2017, April 18). Microsoft brings back developer behind Word and Excel. *CNN Tech*.
- Financial Reporting Council. (2014). The UK Corporate Governance Code.
- Fincher, D. (Director). (2010). *The Social Network* [Motion Picture].
- Flores Konja, J., & Rozas Flores, A. (2008). El gobierno corporativo: un enfoque moderno. San Marcos, Perú: Universidad Nacional Mayor de San Marcos.
- Foley, S. (2017). The battle of the US corporate governance codes. *Financial Times*, pp. Recuperado de <https://www.ft.com/content/e52f6f22-e93c-11e6-893c-082c54a7f539> en Diciembre 2017.
- Fornero, R. (2014). El valor de parecer bueno. *Revista para la gestión profesional*, 5-78.
- Freeman, E. (1984). *Strategic Management: A Stakeholder Approach*. Boston, Estados Unidos: University of Minnesota.
- French, J., & Raven, B. (1959). The bases of social power. *Leadership as an Influence Process*, 151-164.
- Gibson, J., Ivancevich, J., Donnelly Jr, J., & Konopaske, R. (2012). *Organizations: Behavior, Structure, Processes*. New York, Estados Unidos: McGraw-Hill.
- Gill, O. (2017, March 19). Astrazeneca global study reveals diabetes medication significantly cuts death rates. *City A.M.*
- Góes, F. (2016, Febrero 23). Sindicato de Belo Horizonte faz greve em minas da Vale. *Valor*.
- Góes, F. (2016, Marzo 22). Vale altera política e retém dividendos. *Valor*.
- Goldsmith, C. (2017, May 17). Shell's investors push for more detail on how bonuses will be tied to lowering carbon emissions ahead of AGM. *City A.M.*
- Gompertz, S. (2014, May 12). HSBC bank launches free wi-fi in hundreds of branches. *BBC*.
- González, P. (2002). El Gobierno Corporativo en el Brasil y el Papel Social de las Empresas. *Estudios Gerenciales*, 71-89.
- Governances Principles. (2017). *Commonsense principles of corporate governance*. New York, USA: Business Wire.
- Green, H. (2014, April 2). GSK ends trial of lung cancer drug. *City A.M.*
- Guibourg, C. (2015, August 28). HSBC customers not getting paid after IT failure. *City A.M.*
- Guilherme Vieira, A. (2014, Agosto 13). Documento sugere acordo de confidencialidade entre Petrobras e Youssef. *Valor*.
- Guilherme Vieira, A. (2014, Octubre 09). Ex-diretor da Petrobras diz que PT ficava com 3% dos contratos. *Valor*.
- Harris, J. (2014, February 6). Glaxo insists its pipeline will be key to profit lift. *City A.M.*
- Haslet, E. (2014, September 4). BP share price plummets as judge raises Deepwater Horizon fine to \$18bn. *City A.M.*
- Haslinda, A., & Benedict, V. (2009). *Fundamental and Ethics Theories of Corporate Governance*. Middle Eastern Finance and Economics.
- Hellier, D. (2015, April 8). BG Group agrees to £47bn takeover by Royal Dutch Shell in oil mega-merger. *City A.M.*
- Hernandez Sampieri, R., Fernandez Colla, C., & Baptista Lucio, P. (2010). *Metodología de la Investigación*. México D.F.: The McGraw-Hill.
- Higgs, D. (2003). *Review of the role and effectiveness of non-executive directors*. London, UK: HMSO.

- Hillman, A., Withers, M., & Collins, B. (2009). *Resource Dependence Theory: A Review*. SAGE.
- Hirschler, B. (2014, May 26). Pfizer walks away from \$118 billion AstraZeneca takeover fight. *Reuters*.
- Hofstede, G., Hofstede, G. J., & Minkov, M. (1980). *Cultures and Organizations*. New York: Mc Graw Hill.
- IFR. (2015). *Corporate Governance and State-owned Enterprises*. International Finance Corporation.
- Instituto Brasileiro de Governança Corporativa. (2016). *Código das Melhores Práticas de Governança Corporativa*. São Paulo: Instituto Brasileiro de Governança Corporativa. .
- Investor Stewardship Group. (2017). www.isgframework.org. Retrieved from <https://www.isgframework.org/corporate-governance-principles/>
- Iskander, M., & Chamlou, N. (2000). *Corporate Governance: a framework for implementation*. Washington D.C. USA: The World Bank Group.
- Iyengar, R. (2017, January 26). Amazon has an India problem. *CNN Tech*.
- Jackson, G. (2010). *Understanding Corporate Governance in the United States*. Düsseldorf: Hans-Böckler-Stiftung.
- Jasper, J. (2017, March 2). New Glaxosmithkline chief executive pay package under scrutiny from shareholders. *City A.M.*
- Jasper, J. (2017, April 27). Shire, Unilever and Astrazeneca face another shareholder spring as corporate governance consultants slam executive pay ahead of investor votes. *City A.M.*
- Jensen, M., & Meckling, W. (1976). Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure. *Journal of Financial Economics*, 305-360.
- Jubé, A. (2016, Mayo 19). Pedro Parente aceita assumir a presidência da Petrobras. *Valor*.
- Kottasova, I. (2015, September 23). Facebook slammed in Europe over U.S. spying. *CNN Money*.
- Larson, S. (2017, March 2). Amazon broke the internet with a typo. *CNN Tech*.
- Lawler, E. (1986). *High-Involvement Management: Participative Strategies for Improving Organizational Performance*. San Francisco, California: Jossey-Bass.
- Levine, D. (2016, April 12). Facebook hit with lawsuit over plan to issue new stock. *Reuters*.
- Maia, C. (2016, Febrero 11). Seis investidores querem liderar ação contra a Vale nos EUA. *Valor*.
- Mallin, C. (2004). *Corporate Governance*. Oxford, England: OUP.
- Mandl, C. (2014, Diciembre 16). No Itaú, modelo "Amazon like" dita a digitalização. *Valor*.
- Mandl, C. (2015, Mayo 11). Moody's rebaixa seis bancos, incluindo Bradesco e Itaú Unibanco. *Valor*.
- Mantiñam, J. (2015, Septiembre 23). Gobierno Corporativo, Aquí y en el mundo. CABA, Buenos Aires, Argentina.: Consejo Profesional de Ciencias Económicas.
- Marques, F. (2016, Febrero 02). Setúbal diz que país precisa de reformas estruturais e elogia BC. *Valor*.
- Mattos, A. (2015, Marzo 19). Ambev diz que contratou Dirceu em projeto na Venezuela . *Valor*.
- Mayer, R., & Schoorman, D. (1992). Predicting Participation and Production Outcomes Through a Two-Dimensional Model of Organizational Commitment. *Academy of management journal*, 671-684.

- MC&F. (2001). Perú: Código de Buen Gobierno Corporativo para Empresas Emisoras de Valores. Centro de Estudios de Mercados de Capitales y Financiero.
- McColgan, P. (2001). *Agency theory and corporate governance: a review of the literature from a UK perspective*. Glasgow, Scotland: University of Strathclyde.
- Mekonen, A. A., & Bereket, A. T. (2015). Can Corporate Governance be standardized? Karlstad, Sweden: Karlstad business school.
- Morck, R., Shleifer, A., & Vishny, R. (1988). *Alternative mechanisms for corporate control*. Cambridge, Inglaterra: National Bureau of Economic Research.
- Moreira, A. (2017, Enero 17). Dobra o otimismo de CEOs e Bradesco vê início de virada. *Valor*.
- Morris, J. (2015, May 14). BP has bagged ex-MI6 chief Sir John Sawers as a non-exec director. *City A.M.*
- Neilan, C. (2016, March 23). Former Standard Life boss David Nish to join HSBC board. *City A.M.*
- Neilan, C. (2016, March 10). Shell chief executive Ben van Beurden's total remuneration plummeted last year, sad face. *City A.M.*
- Neselevska, O. (2013). *Do political connections influence corporate governance quality in developing economies?* Helsinki, Finland: Hanken.
- OCDE. (2005). *OECD GUIDELINES ON CORPORATE GOVERNANCE OF STATE-OWNED ENTERPRISES*. Paris, Francia: Organisation for Economic Co-operation and Development.
- OECD. (2017). *OECD Corporate Governance Factbook*. Paris, Francia: Organisation for Economic Co-operation and Development.
- Olson, B. (2012, October 8). BP Sells Texas Refinery to Marathon for \$598 Million. *Bloomberg*.
- OnScene. (2011). *Coordinator Report Deepwater Horizon Oil Split*. National Response Team.
- Owen, D., Swift, T., & Hunt, K. (2001). Questioning the Role of Stakeholder Engagement in Social and Ethical Accounting, Auditing and Reporting. *Accounting Forum*, 264-282.
- Oyamada, A. (2015, Enero 27). Itaú capta US\$ 400 milhões para financiar projetos sustentáveis. *Valor*.
- Padilla, A. (2002). Can agency theory justify the regulation of insider trading? *The Quarterly Journal of Austrian Economics*, 3-38.
- Pagliery, J. (2015, February 02). Microsoft fixes a serious 15-year-old bug. *CNN Tech*.
- Pederson, J. (2017). *International Directory of Company Histories*. St. James Press.
- Petroff, A. (2017, April 3). Apple drops a supplier and its stock falls 72%. *CNN*.
- Pfeffer, J. (1976). Beyond management and the worker: The institutional function of management. *Academy of Management Review*, 36-46.
- Pfeffer, J., & Salancik, G. (1978). *The External Control of Organizations: A Resource Dependence Perspective*. Stanford Business Classics.
- Phillips, M. (2018, August 02). Apple's \$1 Trillion Milestone Reflects Rise of Powerful Megacompanies. *New York Times*.
- Prokesch, S. (1992, Junio 24). Maxwell's Mirror Group Has \$727.5 Million Loss. *The New York Times*.
- Puccio, J. A. (2001). OPAs hostiles y medidas de protección. *IUS ET VERITAS*, 107-127.
- Ragazzi, P. (2014, Abril 01). Consultorias apoiam os minoritários na Petrobras. *Valor*.
- Ramalho, A. (2016, Septiembre 2016). Parente promete acelerar recuperação financeira da Petrobras até 2018. *Valor*.

- Redacción El Comercio. (2015). *Forbes: Credicorp y BBVA Continental entre firmas más valiosas*. Lima, Perú: El comercio.
- Redacción El Comercio. (2017, Febrero 06). Cinco tendencias en los resultados de Credicorp, dueño del BCP. Lima, Perú.
- Revilla, G., & Trujillo, R. (2011). La gestión de los grupos de interés (stakeholders) en la estrategia de las organizaciones. *Economía Industrial*, 71-76.
- Robert, D., & Shin-Kap, H. (2004). A Systematic Assessment of the Empirical Support for Transactions Cost Economy. *Strategic Management Journal*, 39-58.
- Rocha, R. (2017, Marzo 17). Moody's eleva perspectiva de 13 empresas brasileiras para estável. *Valor*.
- Roes, F. (2016, Marzo 7). Vale anuncia parceria com mineradora australiana Fortescue. *Valor*.
- Rosas, R., & Góes, F. (2014, Julio 31). Vale espera ainda este ano decisão favorável contra ex-sócio na Guiné. *Valor*.
- Saldarriaga, S. (2017, Marzo 18). Southern: "Crecemos en México porque Perú no quiere inversión". *El Comercio*.
- Samuelson, R. (2007, Marzo 15). The Private Equity Boom. *Washington Post*.
- Saraiva, A. (2016, Febrero 17). Trabalhadores de mina de carvão da Vale em Moçambique entram em greve. *Valor*.
- Schüffner, C. (2015, Septiembre 15). Murilo Ferreira deixa conselho da Petrobras e abre nova crise na estatal. *Valor*.
- SEC. (2016). *Code of corporate governance for public-listed companies*. Memorandum 19: Security Exchange Commission.
- Smith, A. (2017, March 8). Online retailers illegally sold toy guns through Amazon, New York AG says. *CNN Money*.
- Solomon, J. (2004). *Corporate Governance and accountability*. Sussex, England: John Wiley and sons.
- Spickernell, S. (2015, August 3). GSK rehires woman investigated for whistleblowing about bribery. *City A.M.*
- Spickernell, S. (2015, August 24). Royal Dutch Shell opens talks with Iran by promising \$2bn debt repayment. *City A.M.*
- Sustainalytics Inc. (2017). *Corporate Governance Research & Ratings*. Sustainalytics.
- Tangel, A. (2012, May 17). Stakes are high on Facebook's first day of trading. *Los Angeles Times*.
- The Business Rountable. (1997). *Statement on Corporate Governance*. TBR.
- Treanor, J. (2017). UK bosses face tougher punishments over corporate governance rules. *The Guardian*, pp. Recuperado de <https://www.theguardian.com/business/2017/feb/16/uk-bosses-face-tougher-punishments-over-corporate-pay-rules> en Diciembre 2017.
- Van Zanden, J. L., & Jonker, j. (2007). *A History of Royal Dutch Shell*. Oxford, Engalnd: OUP.
- VW Staff. (2013). Corporate Governance: USA Versus Europe. *ValueWalk*, recuperado de: <http://www.valuwalk.com/2013/01/corporate-governance-usa-versus-europe/>.
- Warren, T. (2017, February 24). Microsoft confirms some Windows 10 source code has leaked. *The Verge*.
- Wattles, J. (2017, August 7). Storm at Google over engineer's anti-diversity manifesto. *CNN Tech*.
- Weinberger, M. (2015, July 2015). Microsoft's historic rise to rule the PC world. *Business Insider*.
- WFE. (2016). *Annual Statistics Guide*. London, UK: World Federation of Exchanges.

- Williamson, O. (1996). *The Mechanisms of Governance*. Oxford, England: Oxford University Press.
- Zaid Ti, A. (2014). *Escandalos Corporativos Enron, Worldcom, Tyco*. WorldPress.
- Zanabria, C. (2015, Septiembre 12). Tía María: acuerdan paro de 72 horas contra proyecto minero. *El Comercio*.