



**UNIVERSIDAD NACIONAL DE ROSARIO
FACULTAD DE CIENCIAS ECONÓMICAS Y
ESTADÍSTICA**

CARRERA DE POSGRADO

DOCTORADO EN ADMINISTRACIÓN

**Gobierno Corporativo y sus efectos en los
indicadores económico-financieros de las empresas**

Autor: Leocir Dal Pai

Director de Tesis: Prof. Dr. Carlos José Guimarães Cova

Codirectora de Tesis: Profa. Dra. Marta Beatriz Quaglino

2014

LEOCIR DAL PAI

Gobierno Corporativo y sus efectos en los indicadores económico-financieros de las empresas

Tesis presentada para Doctorado en Administración de Facultad de Ciencias Económicas y Estadística de la Universidad Nacional de Rosario, como requisito para la obtención del título de doctor en Administración.

Director de Tesis: Prof. Dr. Carlos José Guimarães Cova

Codirectora de Tesis: Profa. Dra. Marta Beatriz Quaglino

Rosario, Agosto de 2014

A mis padres,

Rovilio (in memoriam) y Marina

A mi esposa Denise y a mis hijas

Maria Clara, Isabella y Rafaella.

AGRADECIMIENTOS:

Al Ilustre Profesor Doctor Carlos José Guimarães Cova, Director de Tesis, y a la Profesora Doctora Marta Beatriz Quaglino, Co-directora de tesis, por la conducción con seguridad por los caminos de la investigación y del Gobierno Corporativo.

A la Dirección General de la Facultad de Ciencias Económicas y Estadística de la Universidad Nacional de Rosario y la Coordinación de Posgrado, por el recibimiento y la pronta solución de todos los obstáculos burocráticos, naturales en las instituciones que reciben alumnos del extranjero;

A los profesores del Doctorado: Prof. Mario Heler (*in memoriam*), Roxana Ynoub, Maria Andrea Fernández Gatti, Juan José Gilli, Adriana Chiroleu, Osvaldo Iazzetta, Hugo Quiroga, Patrícia Bonatti y Juan C. Gomez Fulao, por compartir sus conocimientos y experiencias con nosotros;

Al General Vitor César Furley dos Santos, por mostrarme que era posible la realización de un sueño;

Al General Márcio Andrade de Oliveira, y a los Coroneles Geraldo Jorge Cavalcante Júnior y Teóphilo José da Costa Neto por teneren fe, incentivarme y permitir que esta Tesis se realizara, habiendo renunciado incluso, en varias ocasiones, a mi asesoría en beneficio de las pesquisas de mi doctorado realizadas en las más distantes ciudades de Brasil;

A Profesora Marlene Salgado de Oliveira, Magnífica Rectora de la Universidad Salgado de Oliveira, por la confianza, respeto, apoyo incondicional y admiración mutua;

A los colegas de doctorado, brasileño y argentinos, por su compañerismo, convivencia e intercambio e incentivo en los momentos de dificultades.

“No es la apariencia, es la esencia. No es el dinero, es la educación. No es la ropa, es la clase”. Coco Chanel

RESUMEN

El objetivo general de la presente Tesis fue realizar una investigación sobre los efectos de la adopción de prácticas adicionales de Gobierno Corporativo sobre los resultados de las empresas de capital abierto, cuando se cotejan mediante los indicadores económico-financieros.

En la Tesis se evaluaron empresas que adoptaron prácticas adicionales de Gobierno Corporativo y empresas que no realizaron la adhesión formal y en las que tales prácticas no se institucionalizaron. En la muestra utilizada se realizó un corte longitudinal que abarca, como periodo de investigación, las series históricas correspondientes a los ejercicios financieros referentes al periodo comprendido entre 2002 y 2007.

Se realizó inicialmente una revisión teórica sobre el Gobierno Corporativo en la que se procuró ofrecer sustentación a la Tesis al describir la evolución epistemológica del Gobierno Corporativo, en la que se incluyen varios conceptos, el contexto en el que se desarrolló, la estructura necesaria, la influencia de la Ley Sarbanes-Oxley, los principales modelos desarrollados en el mundo y las evidencias empíricas propuestas por otros investigadores que comprueban la relación que existe entre las prácticas diferenciadas y el desempeño de las empresas. Se describió a continuación el Mercado de Capitales y la Bolsa de Valores, el Sector Eléctrico Brasileño y finalmente, se realizó también una revisión de los conceptos de los principales indicadores financieros que se utilizan habitualmente en las comparaciones del desempeño organizativo.

A modo de confirmación empírica de la hipótesis, la pesquisa incluyó el universo de las empresas que operan en el mercado abierto en Brasil y se obtuvieron los datos de fuentes primarias y secundarias de 32 empresas (muestra); de ellas, 9 se adhirieron formalmente a las prácticas adicionales de Gobierno Corporativo y 23 no lo hicieron. La elección del Sector Eléctrico como universo se justifica por el acceso facilitado a las informaciones y por considerarse un subgrupo representativo para efectos de evaluación.

Para verificación de la influencia del Gobierno Corporativo se presentó el resultado de la pesquisa a través de planillas creada en Microsoft Office Excel, y a través de ellas se realizó el ranking del resultado de las empresas.

Los resultados encontrados permitieron deducir comportamientos que indican que el Gobierno Corporativo resulta en un factor importante en la explicación del desempeño expresado en términos de indicadores financieros. A partir de las conclusiones derivadas del estudio empírico y con base en el amplio marco teórico y análisis propios del autor, se deduce que puede esperarse que la adopción de prácticas adicionales de Gobierno Corporativo ejerzan un efecto positivo sobre los indicadores de las compañías abiertas.

Palabras clave: gobierno corporativo; sector eléctrico; bolsa de valores, indicadores económico-financieros.

ABSTRACT

The general aim of this thesis was to develop an investigation on the effects of adopting different practices of Corporate Governance on the results of joint-stock companies, when compared by the economic and financial indicators.

At the theses, companies that adopted additional practices of Corporate Governance were evaluated, and companies that did not take part formally, and in which such practices have not been institutionalized. A longitudinal cut was performed in the sample used encompassing, as a period of investigation, the historical series that correspond to the financial exercises relating to the years 2002 and 2007.

At first, a theoretical review on Corporate Governance was enhanced as a means of supporting this Thesis, describing the epistemological evolution of Corporate Governance, involving concepts, the context in which it was developed, the necessary structure and the influence of Sarbanes-Oxley law. The most important models in the world and the empirical evidences raised by other researchers that confirm the relation between differentiated practices and the companies' performances were also observed.

This research involved a universe of joint-stock Brazilian companies, obtaining the data from primary and secondary sources of 32 companies (sample), of which nine formally adhered to the best practices of Corporate Governance and, 23 did not do so. Choosing the Electric Sector as a sample can be justified by the easy access to the information and due to it being considered a remarkable subgroup as a means of evaluation and posterior generalization to the overall population.

The result of the research was presented so that checking the influence of Corporate Governance became possible through Excel documents by which result ranks (from the companies) were performed.

Results allowed to deduce behaviors that indicate that corporate governance has a positive effect on indicators of public companies and the Corporate Governance is an important factor in explaining the performance expressed in terms of financial indicators. Starting the conclusions derived from the empirical study and based on broad theoretical framework and the author's own analysis, it follows that it can be expected that the adoption of additional corporate governance practices have a positive effect on indicators of public companies.

Keywords: Corporate Governance; Electric Sector; Stock Market; Economic and Financial indicators.

RESUMO

O objetivo geral da presente Tese foi realizar uma investigação sobre os efeitos da adoção de práticas diferenciadas de Governança Corporativa sobre os resultados das empresas de capital aberto, quando comparados pelos indicadores econômico-financeiros.

Na presente tese foram avaliadas empresas que adotaram práticas adicionais de Governança Corporativa e empresas que não fizeram adesão formal e onde tais práticas não foram institucionalizadas. Na amostra utilizada fez-se um corte longitudinal abrangendo, como período da investigação, as séries históricas correspondentes aos exercícios financeiros referentes ao período compreendido entre o ano de 2002 e 2007.

Foi realizada inicialmente uma revisão teórica sobre a Governança Corporativa onde se procurou dar sustentação à Tese, descrevendo-se a evolução epistemológica da Governança Corporativa, envolvendo conceitos, o contexto em que se desenvolveu a estrutura necessária, a influência da Lei Sarbanes-Oxley, principais modelos desenvolvidos no mundo e, as evidências empíricas levantadas por outros pesquisadores que comprovam a relação existente entre práticas diferenciadas e o desempenho das empresas. Descreveu-se, na sequência, o Mercado de Capitais e a Bolsa de Valores, o Setor Elétrico Brasileiro e finalmente, realizou-se também uma revisão dos conceitos dos principais indicadores financeiros habitualmente utilizados nas comparações do desempenho organizacional.

À razão da confirmação empírica da hipótese, a pesquisa envolveu o universo de empresas que operam no mercado aberto do Brasil, obtendo-se os dados de fontes primárias e secundárias de 32 empresas (amostra), destas, 9 aderiram formalmente às práticas diferenciadas de Governança Corporativa e 23 não aderiram a tais práticas. A escolha do Setor Elétrico como universo justifica-se pelo acesso facilitado às informações e por ser considerada um subgrupo representativo para efeito de avaliação e posterior generalização para a população total.

Para verificação da influência da Governança Corporativa foi apresentado o resultado da pesquisa através de planilhas criadas em Microsoft Office Excel através das quais foram realizados ranqueamentos do resultado das empresas.

Os resultados encontrados permitiram deduzir comportamentos que indicam que a Governança Corporativa tem efeito positivo sobre os indicadores das companhias abertas e a Governança Corporativa é um fator importante na explicação do desempenho expressado em termos de indicadores financeiros. A partir das conclusões derivadas do estudo empírico e com base em amplo marco teórico e análises próprias do autor, se deduz que pode esperar-se que a adoção de práticas adicionais de Governança Corporativa exerça um efeito positivo sobre os indicadores das companhias de capital aberto.

Palavras-chave: governança corporativa; setor elétrico; bolsa de valores; indicadores econômico-financeiros.

SUMARIO

LISTA DE FIGURAS	14
LISTA DE GRÁFICOS	15
LISTA DE ILUSTRACIONES	16
LISTA DE QUADROS	17
LISTA DE ILUSTRACIONES	18
LISTA DE ABREVIATURAS Y SIGLAS	20
LISTA DE SIGLAS DE LAS EMPRESAS CITADAS EN LA PESQUISA	24
 El Gobierno Corporativo y sus efectos en los indicadores económico-financieros de las empresas	 26
 1. EL PROBLEMA	 26
1.1. Introducción	26
1.2. Suposición	29
1.3. Hipótesis	29
1.4. Objetivos	30
1.4.1. Objetivo final	30
1.4.2. Objetivos intermedios	30
1.4.3. Justificativas y Originalidad de la Tesis	31
1.4.4. Delimitación del Estudio	32
1.4.5. Estructura de la tesis	33
 2. METODOLOGIA	 35
2.1. Tipo de Pesquisa	37
2.2. Universo y muestra	39

	10
2.3. Recogida de datos	40
2.4. Tratamiento de los datos	41
2.5. Limitación del método	41
3. MARCO TEÓRICO	43
3.1. Trayectoria Epistemológica del Gobierno Corporativo	43
3.1.1. El Estudio y los Principales conceptos de Gobierno Corporativo	43
3.1.2. Contexto en el que surgió el Gobierno corporativo	52
3.2. Estructura del Gobierno Corporativo	61
3.2.1. Consejo de familia	63
3.2.2. Asamblea General/ Reunión de Familia	64
3.2.3. Consejo de Administración	66
3.2.3.1. Órgano de apoyo y comités del Consejo de Administración	78
3.2.3.2. Consejo consultivo	80
3.2.3.3. Comité de Auditoria	80
3.2.3.4. Comité de Recursos Humanos	86
3.2.3.5. Comité de Remuneración	86
3.2.3.6. Defensor del Cliente y Canal de Denuncias	87
3.2.3.7. Comité de Riesgos	88
3.2.4. Auditoría Interna	90
3.2.5. Auditoría Independiente	91
3.2.6. Consejo Fiscal	96
3.2.7. Gestión	99
3.3. La Influencia de la Ley Sarbannes-Oxley e la Doctrina del Gobierno Corporativo	101

3.4. Gobierno Corporativo en Brasil y en el Mundo	107
3.4.1. El Modelo de Gobierno Corporativo Anglosajón	108
3.4.1.1. Gobierno Corporativo en Estados Unidos	110
3.4.1.2. Gobierno Corporativo en el Reino Unido	113
3.4.1.3. Gobierno Corporativo en Canadá	114
3.4.1.4. Gobierno Corporativo en Australia	115
3.4.2. El Modelo de Gobierno Corporativo Latino-europeo	116
3.4.2.1. Gobierno Corporativo en Francia	118
3.4.3. El Modelo de Gobierno Corporativo Latinoamericano	119
3.4.3.1. Gobierno Corporativo en Argentina	122
3.4.3.2. Gobierno Corporativo en Brasil	132
3.4.4. Gobierno Corporativo en Alemania	148
3.4.5. Gobierno Corporativo en Japón	150
3.4.6. Gobierno corporativo en los demás países del Mundo	152
3.5. Código de Mejores Prácticas de Gobierno Corporativo	156
3.5.1. El Código de Mejores Prácticas de Gobierno Corporativo del Instituto Brasileño de Gobierno Corporativo	159
3.5.2. El Código de Mejores Prácticas de Gobierno de las Organizaciones para la República de Argentina	163
3.6. Evidencias de la Relación Existente entre la Adopción de Niveles Adicionales de Gobierno Corporativo y el Desarrollo Organizacional	170
3.7. Bolsa de Valores de São Paulo y el Sector eléctrico	182

Brasileño	
3.7.1. La bolsa de Valores de São Paulo – BM&FBOVESPA	182
3.7.2. El Mercado de Acciones Brasileño	185
3.7.3. El Sector Energía Eléctrica Brasileño	188
3.7.4. Empresas del Sector Energía Eléctrica Brasileña	193
3.7.5. La Industria de Energía Eléctrica Brasileña – Histórico y Reestructuración	195
3.7.6. La Regulación del Sector Eléctrico Brasileño	202
3.7.7. La Estructura del Gobierno Corporativo de la Industria de Energía Eléctrica Brasileña	209
3.8. Indicadores Económico-Financieros Utilizados en la Medición y Comparación del Desempeño entre Empresas	211
3.8.1. Los Indicadores de Liquidez	216
3.8.2. Los Indicadores de Endeudamiento	217
3.8.3. Los Indicadores de Actividad o Eficiencia Operativa	220
3.8.4. Los Indicadores de Rentabilidad/Lucro	222
3.8.5. Índices de Mercado	225
3.8.6. Otras Medidas de Análisis y Evaluación de Desempeño	228
4. PRESENTACIÓN Y DISCUSIÓN DE LOS RESULTADOS	233
4.1. Análisis Cuantitativo	233

4.2. Análisis A: Mejores Empresas x Peores Empresas	242
4.3. Análisis B: Empresas contra Empresas	265
CONSIDERACIONES FINALES Y CONCLUSIÓN	268
BILBIOGRAFIA	280

LISTA DE FIGURAS

Figura 1 – Posibles Efectos del Gobierno Corporativo	31
Figura 2 – Sistema de Gobierno Corporativo	62
Figura 3 – Prácticas en Argentina – Cuadrantes de Respuestas	124
Figura 4 – Nuevo Modelo del Sector eléctrico Brasileño	201

LISTA DE GRÁFICOS

Gráfico 1 – Prácticas en Argentina – Cumplimiento formal x real – Empresa por empresa	125
Gráfico 2 - Prácticas en Argentina – Cumplimiento formal x real – Agrupamiento de empresa por segmento	126
Gráfico 3 – Algunos aspectos que generan percepción de valor	127
Gráfico 4 – Comparación del desempeño entre el IGC x IBOVESPA	180
Gráfico 5 – Bovespa x Bolsas da América Latina	185
Gráfico 6 – Evolución de los valores promedios diarios	187
Gráfico 7 – Segmento Bovespa – Ofertas públicas	187
Gráfico 8 – Política tarifaria actual	204
Gráfico 9 – Restructuración del Sector Eléctrico	206
Gráfico 10 – Precios de Energía Eléctrica en el Mundo	208

LISTA DE ILUSTRACIONES:

Ilustración 1 – Itaipú Binacional

199

LISTA DE CUADROS:

Cuadro 1 – Conceptos de Gobierno Corporativo	47
Cuadro 2 – El activismo de Monks	56
Cuadro 3 – Modelos de Gobierno Corporativo	109
Cuadro 4 – Histórico del desarrollo del Gobierno Corporativo en Brasil	134
Cuadro 5 – Principales diferencias ente los segmentos de BM&FBOVESPA	139
Cuadro 6 – Línea del tiempo del Gobierno Corporativo en Brasil y en el Mundo	143
Cuadro 7 – Principios del índice de Gobierno Corporativo de México	153

LISTA DE TABLAS

Tabla 1 – Prácticas en Argentina	131
Tabla 2 – Porcentaje de empresas listadas en la BVL que han presentado informaciones sobre el grado de cumplimiento de los principios	154
Tabla 3 – Índices – valorización acumulada – IGC x Ibovespa	181
Tabla 4 – Sector Eléctrico Brasileño - Empresas listadas en el mercado abierto y empresas negociadas en el mercado organizado de mostrador	193
Tabla 5 – Lista de índices comparados	238
Tabla 6 – Numero de empresas analizadas por índices	239
Tabla 7 – Numero de índices analizados por empresa	240
Tabla 8 – Relación detallada de certificaciones de las empresas analizadas	241
Tabla 9 – EBIT	244
Tabla 10 – EBITDA	245
Tabla 11 – EV Ebit Empresa x	246
Tabla 12 – Endeudamiento total	247
Tabla 13 – Enterprise Value	248
Tabla 14 – Índice Precio Lucro (P/L)	249
Tabla 15 – Índice de Liquidez Corriente (liq_Corr)	250
Tabla 16 – Lucro por Acción (LPA)	251
Tabla 17 – Índice Precio/Valor Contable (PBV)	252
Tabla 18 – Índice Precio/Venta (PS)	253
Tabla 19 – Retorno sobre la Inversión (ROI)	254
Tabla 20 – Valor de Mercado	255

Tabla 21 – Valor Patrimonial de la Acción (VPA)	256
Tabla 22 – Compilación del test de hipótesis, análisis A (en N)	264
Tabla 23 – Comparación del test de hipótesis, que confirman la hipótesis	265
Tabla 24 – Compilación de la hipótesis, análisis B: Ranquin empresa por empresa, índice por índice.	266
Tabla 25 – Análisis del número de hipótesis confirmadas, rechazadas o nulas, en empresas CON GOBIERNO CORPORATIVO, empresa por empresa, índice por índice.	267

LISTA DE ABREVIATURAS Y SIGLAS

ADR – American Depositary Receipt.

ANEEL – Agência Nacional de Energia Elétrica.

ASX – Australian Stock Exchange.

BACEN – Banco Central.

BDR – Brazilian Depositary Receipt.

BVL – Bolsa de Valores de Lima.

BVRJ – Bolsa de Valores do Rio de Janeiro.

BM&FBOVESPA – Bolsa de Valores, Mercadorias e Futuros.

BNDES – Banco Nacional de Desarrollo Económico y Social.

BOVESPA – Bolsa de Valores de São Paulo.

CADE – Consejo de Administración de Defensa del Consumidor.

CALPERS – California Public Employees Retirement System.

CCEE – Cámara de Comercialización de Energía Eléctrica.

CGSE – Cámara de Gestión del Sector Eléctrico.

CAPES – Coordinación de Perfeccionamiento de Personal de Nivel Superior.

CEGC – Centro de Excelencia en Gobierno Corporativo.

CEO – Chief Executive Officer.

CFO – Chief Financial Officer.

CIL – Council of Institutional Investors.

CMPC- Código de Mejores Prácticas Corporativas.

CMN – Comisión Monetaria Nacional.

CMSE – Comité de Comercialización de Energía Eléctrica.

CNPE – Consejo Nacional de Política Energética.

CNV – Comisión Nacional de Valores.

CONASEV – Comisión Nacional Supervisora de Empresas de Valores.

CSA – Canadian Security Administrators.

CVM – Comisión de Valores Mobiliarios.

DR – Global Depositary Receipt.

ECGI – European Corporate Governance Institute.

ECGN – European Corporate Governance Institute.

EPE – Empresa de Pesquisa Energética.

FEI – Financial Executives International.

FUNDECE – Fundación Empresaria para la Calidad y Excelencia.

GCE – Cámara de Gestión da Crisis de Energía Eléctrica.

GC – Gobierno Corporativo.

GCOI – Grupo Coordinador de Operaciones Integradas.

IAGO – Instituto para el Gobierno Corporativo.

IAN – Informes Anuales.

IAS GAAP – International Accounting Standards/Generally Accepted Accounting Principles.

IBCA – Instituto Brasileño de Consejeros de Administración.

IBGC – Instituto Brasileño de Gobierno Corporativo.

IBGC – Índice de Buen Gobierno Corporativo (Perú).

IDEA – Instituto para el Desarrollo Empresarial de la Argentina.

IEEB – Industria de Energía Eléctrica Brasileña.

IEE – Índice do Sector de Energia Eléctrica.

IFC – International Finance Corporation.

IGCLA – Instituto de Gobierno Corporativo de Latino-América.

IPO – Initial Public Offering.

ITR – Informes Trimestrales.

LAIR – Lucro Antes do imposto de Renda.

LAJIDA – Lucro Antes de Juros, Impostos, Depreciação e Amortização.

LMV – Ley de Mercado de Valores.

LSE – Bolsa de Valores de Londres.

MAE – Mercado Mayorista de Energía Eléctrica.

MME – Ministerio de Minas y Energía.

NASDAQ – National Association of Securities Dealers Automated Quotations.

NDGC – Niveles Diferenciados de Gobierno Corporativo.

NYSE – New York Stock Exchange.

OECD – Organization for Economic Co-Operation and Development.

ONS – Operador Nacional do Sistema.

OSC – Ontário Securities Commission.

PND – Plano Nacional de Desestatização.

ROA – Return on Assets.

ROI – Return on Investment.

SEB – Sector Eléctrico Brasileño.

SEC- Security and Exchange Commission.

SIN – Sistema Integrado Nacional.

SOX – Ley Sarbanes-Oxley.

STN – Sistema Tributario Nacional.

TCU – Tribunal de Cuentas de la Unión.

TSX – Toronto Stock Exchange.

UFF – Universidade Federal Fluminense.

UFMG – Universidade Federal de Minas Gerais.

UFSC – Universidade Federal de Santa Catarina.

UNIVERSO – Universidade Salgado de Oliveira.

UNR – Universidad Nacional de Rosario.

USGAAP – United States Generally Accept Accounting Principles.

USP – Universidade de São Paulo.

WFE - World Federation of Exchanges.

LISTA DE SIGLAS DE LAS EMPRESAS CITADAS EN LA INVESTIGACION:

- AESL - AES DISTRIBUIDORA GAUCHA ENERGIA S.A.
- AELP - AES ELPA S.A.
- AFLT - AFUENTE GERAÇÃO & TRANSMISSÃO DE ENERGIA S.A.
- AMPI - AMPLA INVESTIMENTOS E SERVIÇOS S.A.
- ANGT - ANDRADE GUITIERREZ S.A.
- BAES - ENERGIA BARRA GRANDE S.A.
- BNRE - BONAIRE PARTICIPAÇÕES S.A.
- CBEE - AMPLA ENERGIA SERVIÇOS S.A.
- CEBR - CIA DE ENERGIA DE BRASÍLIA S.A.
- CEEB - CIA DE ENERGIA ELETRICIDADE DO ESTADO DA BAHIA.
- CEED - CIA DE ENERGIA ELÉTRICA DO EST RIO GRANDE DO SUL DISTRIB.
- CELP - CENTRAIS ELÉTRICAS DO PARÁ S.A – CELPA.
- CEPE - CIA DE ENERGIA ELÉTRICA DE PERNAMBUCO – CELPE.
- CESP - CIA ENERGÉTICA DE S. PAULO – CESP.
- CGOS - CIA CELG DE PARTICIPAÇÕES S.A.
- CLSC - CENTRAIS ELÉTRICAS DE SANTA CATARINA.
- CMGR - CENTRAIS ELÉTRICAS MATOGROSSENSES S.A – CEMAT.
- CMIG - CIA ENERGÉTICA DE MINAS GERAIS S.A. – CEMIG.
- COCE - CIA ENERGÉTICA DO CEARÁ – COELCE.
- CPFE - CIA PIRATININGA DE FORÇA E LUZ – ENERGIA - CPFL ENERGIA.
- CPFG - CIA PIRATININGA DE FORÇA E LUZ - CPFL GERAÇÃO.
- CPFP - CIA PIRATININGA DE FORÇA E LUZ – DISTRIBUIÇÃO.
- CPLE - COMPANHIA PARANENSE DE ENERGIA – COPEL.
- CSRN - COMPANHIA ENERGÉTICA DO RIO GRANDE DO NORTE-COSERN.
- DINE - DINAMICA ENERGIA S.A.
- DUKE - DUKE ENERGY S.A.
- EBEN - EMPRESA BANDEIRANTE DE ENERGIA S.A.
- EDPE - EDP ENERGIA S.A.
- EEEL - CIA. ESTADUAL DE GER E TRANS DE ENERGIA ELÉTRICA.
- EKTR - ELEKTRO S.A.

ELET - ELETROBRAS S.A.
ELPL - ELETROPAULO METROPOLITANA.
EMAE - EMPRESA METROPOLITANA DE ÁGUAS E ENERGIA.
ENER - EMPRESA ENERGÉTICA DE MATO GROSSO DO SUL-ENERSUL S.A.
ENGI - ENERGISA S.A.
ENMA - CENTRAIS ELÉTRICAS DO MARANHÃO – CEMAR.
EQTL - EQUATORIAL ENERGIA S.A.
ESCE - ESPÍRITO SANTO CENTRAIS ELÉTRICAS S.A – ESCELSA.
FRPT - FORPART S.A.
GEPa - GERAÇÃO PARANAPANEMA S.A.
GETI - AES TIETE S.A.
GNAN - NEOENERGIA S.A.
GTDP - GTD PARTICIPAÇÕES S.A.
INGE - INEPAR ENERGIA S.A.
LIGH - LIGHT S.A.
LIPR - ELETROBRÁS PARTICIPAÇÕES S.A. – ELETROPAR.
MPXE - MPX ENERGIA S.A.
PALF - PAUL F LUZ S.A.
PART - 521 PARTICIPAÇÕES S.A.
PROM - PROMAN S.A.
QVQP - 524 PARTICIPAÇÕES S.A.
REDE - REDE ENERGIA S.A.
RGEG - RIO GRANDE ENERGIA S.A.
TBLE - TRACTEBEL S.A.
TRNA - TERNA PARTARTICIPAÇÕES S.A.
TRPL - CIA. TRANSMISSÃO DE ENERGIA E ELETRICA PAULISTA – CTEEP.
UPKP - UPTICK S.A.
VCBE - VCB S.A.

El Gobierno Corporativo y sus efectos en los indicadores económico-financieros de las empresas

1. EL PROBLEMA

1.1 Introducción:

El Gobierno Corporativo es un concepto que emerge de la gestión de las empresas contemporáneas, cada vez con más relevancia para lograr la sostenibilidad y generar valor al negocio (Cova, 2006). Se trata de la acepción más tradicional del Gobierno Corporativo, que según nos informa Barontini (2005), abarca la consideración de una serie de vertientes societarias, sobre todo aquellas ligadas a la dinámica de la relación entre el ajuste de los intereses entre la propiedad de la empresa y la administración (Blair, 1999), protección de los derechos de los accionistas (Monks e Minow, 2004), así como referentes a las estrategias de tutela de los accionistas minoritarios y al nivel de transparencia y prestación de cuentas de las prácticas de gestión que conllevan una gerencia eficaz y una tasa competitiva de retorno (Mathiesen, 2002).

El Gobierno Corporativo es una expresión que abarca los asuntos relativos al poder de control (Cadbury, 1992; Hitt et alii, 2001) y dirección de una empresa (Sleifer e Vishny, 1997; Carvalhal da Silva, 2005), así como las diferentes formas y esferas de su ejercicio y la acomodación de los diversos conflictos de intereses que, de alguna manera, están ligados a la vida de las sociedades comerciales (Monks e Minow, 2004; Balir, 1999; Williamson, 1996; .OECD, 1999; Silveira, Barros e Famá, 2004; Paxson e Wood, 2001; IBGC, 1999; CVM, 2002; OECD, 2004).

Tradicionalmente, en la teoría económica, el Gobierno Corporativo ofrece una significativa contribución para el campo de estudio conocido como “conflicto de

agencia”, que se manifiesta a partir el fenómeno de la separación entre la propiedad y la gestión empresarial (Jasen e Meckling, 1976).

De acuerdo con Zylbersztajn *et Alii* (2005) el “conflicto de agencia” es el centro de la cuestión denominada teoría de la agencia, que considera la imposibilidad de que se diseñen contratos perfectos en razón de la existencia de asimetría de informaciones, objetivos conflictivos y grados diferentes de aversión al riesgo entre las partes contratantes, que se denominan “principal” y “agente”.

El principal, titular de la propiedad, emplea a otra persona – el agente – en quien delega poder de alguna decisión sobre esa propiedad (Jasen e Meckling, 1976). A partir de esta delegación, en función de la divergencia de intereses entre la administración, los propietarios y el comportamiento oportunista de los primeros, que procuran maximizar sus beneficios en detrimento de los lucros de la organización; surgen entonces los llamados conflictos de agencia, pues los intereses de aquel que administra la propiedad no siempre están en sintonía con los de su titular. Bajo la perspectiva de la teoría de la agencia, el foco de los investigadores consiste en crear mecanismos eficientes (sistemas de control e incentivos) para garantizar que el comportamiento de los ejecutivos esté de acuerdo con los intereses de los accionistas (Berle e Mins, 1932; Jasen e Mackling, 1976).

El Gobierno Corporativo de acuerdo con Cova (2006) asumió una mayor relevancia en la agenda de gestión en razón de hechos no muy loables, pero que permitieron depurar el ambiente corporativo de muchos inconvenientes y, sobre todo, apuntar los límites que los gestores de las organizaciones deben observar. Los escándalos empresariales que han alcanzado al mercado de capitales en los últimos años han suscitado las más variadas opiniones del público en lo que se refiere a la conducta ética de sus gestores.

No obstante, se trata de una conducta bastante antigua, pues hay registros de este tipo de comportamiento desde el principio del capitalismo industrial, según se puede constatar en la advertencia que hace Adam Smith en 1776:

“Los directores de las empresas (de capital abierto) son administradores del dinero de las otras personas y no del suyo propio, y no se puede esperar que cuiden de él con la misma vigilancia ansiosa (de los dueños). Negligencia y despilfarro, por lo tanto, siempre prevalecen, en mayor o menor medida, en la gestión de las cuestiones de esas empresas.” (in STEIBERG, 2003, p.45).

Sin embargo, en este inicio de la segunda década del siglo XXI se percibe claramente que ya no existe un equilibrio de poder entre accionistas, dirección y altos ejecutivos de empresas que poseen un gran número de accionistas. Esta asimetría de fuerzas, según Cova (2006) sería el resultado de la actuación de tres influencias: el coste del activismo de los accionistas; el precedente legal; y la fuerza política de los sindicatos de los trabajadores.

En el origen de la empresa, de acuerdo con Cova (2006), estas fuerzas están en perfecto equilibrio y no generan problemas. A medida que la organización gana volumen como consecuencia del dinamismo de los mercados, despunta la necesidad adicional de capital. Los accionistas fundadores ceden el control, ya que eventualmente, desean diversificar sus inversiones y les resulta imposible participar de la gestión de la compañía directamente. Tal procedimiento provoca que la base de accionistas se torne dispersa, lo que genera un distanciamiento entre los directores y los accionistas, de tal forma que estos últimos pasan a ser considerados como personas no esenciales para la gestión de la empresa, es decir, el papel que los accionistas fundadores ejercían anteriormente en la empresa pasa a ser cada vez menor. Al mismo tiempo, para controlar las decisiones de gerencia que toman los directores, hay un coste implícito que grava el ejercicio de esta fiscalización, de manera que, eventualmente, los accionistas pueden evaluar que este esfuerzo no vale la pena, teniendo en cuenta el retorno de sus inversiones, comparado con los costes de oportunidades que exigen.

Sin embargo, con el desarrollo de los mercados de capitales con fuente de captación de nuevos recursos para el financiamiento y capitalización de las empresas en las economías desarrolladas, pasó a ser condición indispensable para su permanencia en el mercado. Por otro lado, los inversores pasaron a adoptar criterios más selectivos en sus opciones de inversión y orientaron sus ahorros hacia compañías que mostraran una adecuada *“estructura de gestión en una visión de múltiples direcciones, de manera especial aquellas referidas al tratamiento que se dispensa a los minoritarios y a las acciones de transparencia y prestación de cuentas de los actos de gestión”*. (COVA, 2006, p.2).

Así, el problema que se presenta para la investigación en este trabajo es: **¿La adopción de prácticas adicionales de Gobierno Corporativo por parte de las empresas de capital abierto, proporciona mejores resultados económico-financieros?**

1.2 Suposición:

Supongamos que las empresas con mayores evidencias de las buenas prácticas de Gobierno Corporativo fueran receptoras preferentes de las inversiones en los mercados de capitales y por ello tuvieran mejores condiciones de financiar sus actividades e inversiones y generaran como consecuencia un mayor valor para los accionistas. En este sentido, también pondrían de manifiesto mejores desempeños cuando se midieran por los indicadores económico-financieros.

1.3 Hipótesis

Como consecuencia de la necesidad de comprobar empíricamente la suposición de que la adopción voluntaria de prácticas diferenciadas de gobierno corporativo se refleja positivamente en el resultado de las empresas, verificadas a través de indicadores económico-financieros, se formulan las siguientes hipótesis:

La adopción de prácticas adicionales de gobierno corporativo tiene un efecto positivo en el resultado de las compañías de capital abierto, cuando se miden con indicadores económico-financieros.

1.4 Objetivos:

1.4.1 Objetivo General:

Realizar una investigación sobre los efectos de la adopción de prácticas adicionales de gobierno corporativo sobre los resultados económicos-financieros de las empresas con acciones negociadas en el mercado abierto.

1.4.2 Objetivos Específicos:

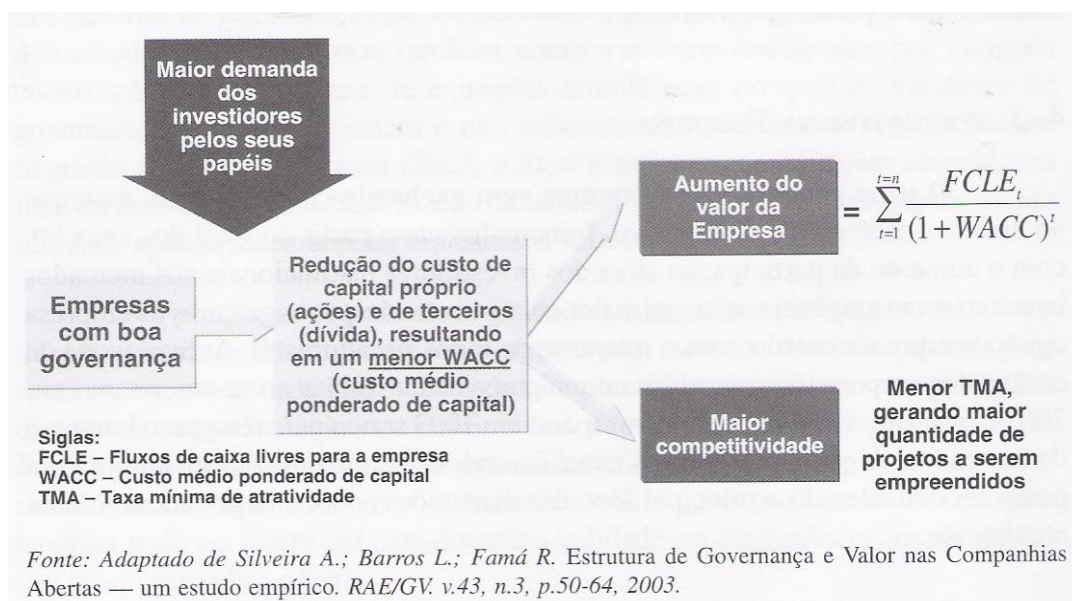
- describir la trayectoria epistemológica del Gobierno Corporativo;
- describir la estructura del Gobierno Corporativo;
- presentar la influencia de la Ley Sarbannes-Oxley en la doctrina del Gobierno Corporativo;
- describir la evolución del Gobierno Corporativo en Brasil, en Argentina y en las principales economías del mundo;
- describir los principales componentes de los Códigos de Mejores Prácticas de Gobierno Corporativo;
- estudiar la posible relación existente entre la adhesión a prácticas adicionales de Gobierno Corporativo y el desempeño organizacional;
- estudiar la posible relación existente entre la adopción de prácticas adicionales de Gobierno Corporativo y la rentabilidad de las empresas.
- diseñar una investigación cuantitativa en un sector acotado, que pueda dar cuenta del cumplimiento de la hipótesis en el marco de una población observable y con características que permitan derivar comportamientos generalizables bajo ciertos supuestos.

1.4.3 Justificativa y originalidad de la tesis:

El Gobierno Corporativo ha venido cobrando relieve en Brasil y en el mundo, en primer lugar, por causa de las privatizaciones que han tenido lugar en todo el mundo a partir de los años 2000, a través de la restructuración societaria de las grandes empresas nacionales y, de modo especial, en función de grandes escándalos generados por fraudes contables, que hubieran tenido un menor impacto con la actuación de consejos, auditorías, transparencia, es decir, de los mecanismos presentes en el Gobierno Corporativo.

El presente estudio se justifica por la posibilidad de difundir entre las empresas mecanismos de captación de recursos con menores costes. De acuerdo con Silveira (2010) las empresas con mejor gobierno se tornan más atractivas para los inversores y, por lo tanto, el objetivo para que inviertan un número mayor de interesados, lo que resulta en la disminución del coste medio de capital y el aumento de su competitividad en el mercado. La figura que mostramos a continuación, del mismo autor, ilustra con más precisión los posibles impactos del Gobierno Corporativo en las compañías:

Fig.1 Posibles efectos del Gobierno Corporativo



A pesar del interés que el tema del Gobierno Corporativo ha despertado en términos de investigación por su relevancia para el mercado, los resultados aún son incipientes, pues de acuerdo con Rossoni (2009), *“la mayor parte de los artículos y textos producidos no pasa de proposiciones teóricas o revisiones de literatura, o, como mucho, de estudios de casos descriptivos”*, lo que impulsa la realización de esta tesis para contribuir a cubrir la laguna epistemológica actual.

Se justifica también este estudio por la necesidad de aumentar el número de tesis sobre Gobierno Corporativo, ya que si se consultan las páginas de búsqueda de Internet, sumadas a las tesis en español y portugués no superan las dos decenas.

Las tesis analizadas para el presente estudio (Soto, 2003; Carvalhal da Silva, 2005; Silveira, 2006; Silva Júnior, 2006; Alencar, 2007; Dalmácio, 2009, Rossoni, 2009; Moreiras, 2010; Correia, 2008 y Coimbra, 2011), utilizan como muestras empresas de diferentes sectores, lo que puede tener como resultado distorsiones o dualidades. La originalidad de la presente tesis está garantizada por la muestra utilizada que permite avanzar en el conocimiento, pues compara empresas de un mismo sector, de porte semejante – son todas grandes empresas; concesionarias de servicios públicos y con márgenes de lucro semejantes, lo que garantiza con más precisión que se destaque la influencia del Gobierno Corporativo en las relaciones de causalidad identificadas en el presente análisis.

1.4.4 Delimitación del Estudio

La delimitación del estudio se refiere a los límites establecidos por el investigador al explicitar *“lo que permanece dentro del estudio y lo que queda fuera”* (VERGARA, 1997) El Gobierno Corporativo es un asunto amplio y transversal que implica la administración, la economía, la contabilidad y el derecho (Rossoni, 2009). Circunscribir el tema a un contexto posible de

observación y análisis es lo que se propone cuando, en esta tesis, se selecciona dentro de las empresas aquellas que integran el sector eléctrico brasileño y que posee sus acciones negociadas en el mercado abierto, que adoptan o no buenas prácticas de Gobierno Corporativo. Sin embargo esta circunscripción, revela ciertas pautas que pueden ser generalizadas, tal y como se discutirá a lo largo del capítulo de conclusiones.

Para efectos también de delimitación, se ha hecho en la muestra un corte longitudinal que abarca como periodo objeto de la investigación, las series históricas correspondientes a los balances patrimoniales y demás demostraciones financieras referentes al periodo comprendido entre el 1 de enero de 2002 y el 31 de diciembre de 2007.

Con base en el marco teórico y aportes propios, se cree que las características encontradas en la muestra podrían ser aplicables en contextos más generales en razón de que el sector elegido es compuesto por tipos diversos de empresas, o sea, empresas de producción de energía (industrias); empresas de transmisión (mercado al por mayor); empresas de distribución (mercado al por menor) y empresas de comercialización (bursátiles); además, esas empresas están ubicadas en un país de dimensiones continentales y con condiciones económicas variables, lo que permite conjeturar respecto a la su validez en escenarios más amplios.

1.4.5 Estructura de la Tesis

Esta tesis está organizada en cuatro secciones y las consideraciones finales. La primera sección trata de la ambientación al tema e incluye la definición del problema con una introducción, se ha descrito la suposición, las hipótesis y los objetivos principales y secundarios.

En la segunda sección se describe la metodología utilizada y se define el tipo de pesquisa, según los fines y los medios; el universo y la muestra seleccionada como objeto de estudio; los mecanismos de recogida de datos

utilizados para responder a la complejidad de una pesquisa con correlaciones múltiples como la que se refiere en la presente tesis. Se trató también en la sección de los datos y se mostraron las limitaciones del método.

En la tercera sección se trabajó el marco teórico para dar sustentación a la tesis. Esta sección se dividió en 8 (ocho) tópicos que comienzan con la descripción de la trayectoria epistemológica del Gobierno Corporativo, abordando los conceptos y el contexto en que se desarrolló. A continuación, en el ítem 3.2, se trató de la estructura necesaria del Gobierno Corporativo con los consejos, órganos y comités que la componen. En el ítem 3.3, se abordó la Ley Sarbanes-Oxley, que mereció un tópico a parte por su importancia en el desarrollo de la doctrina del Gobierno Corporativo. Posteriormente, en el ítem 3.4, se llevó a cabo una descripción de las principales características del Gobierno Corporativo en Brasil y en el mundo presentando el modelo Anglosajón adoptado, principalmente en los Estados Unidos, Reino Unido, Canadá y Australia; el modelo Latino-Europeo (se describe su adopción en Francia); el modelo Latinoamericano, en el que se destacan los gobiernos más significativas del continente, entre ellas, especialmente las practicadas en Brasil y en las que se incluyen el universo y la muestra de la tesis, en Argentina, país en el que se sitúa la UNR que ha proporcionado la preparación intelectual necesaria para el desarrollo de este trabajo. Además son las dos principales economías de América del Sur. Se ha descrito aún el Gobierno Corporativo en Alemania, en Japón y de manera más simplificada en otros países del mundo, como Chile, Perú, México, Singapur y Corea del Sur. En el ítem 3.5 se describen los Códigos de Mejores Prácticas de Gobierno Corporativo de Brasil y de Argentina; en el ítem 3.6 se ha procurado mostrar la relación que existe entre la adopción de niveles adicionales de Gobierno Corporativo y el desempeño organizativo, y, el ítem 3.7 discurre sobre la Bolsa de Valores de S. Paulo – la Bolsa de Brasil – y el sector de energía eléctrica brasileña, utilizados como campos de trabajo de este estudio. Finalmente, el ítem 3.8 trató de los indicadores económico-financieros utilizados en la medición y comparación del desempeño entre las empresas.

En la Sección 4 se han presentado y discutido los resultados y se describe la metodología y los análisis realizados que proporcionaron la cuantificación de los resultados y que permitieron delinear las consideraciones finales.

En las Consideraciones Finales se presentaron las implicaciones teóricas y prácticas que se desprenden de la Tesis y así mismo se sugieren posibles temas conexos y transversales al Gobierno Corporativo y que merecen la atención de futuros estudios.

2. METODOLOGÍA:

La metodología es el plan ordenado que el investigador impone a los diferentes procesos necesarios para obtener la información deseada. El método, así, se entiende como:

“el conjunto de las actividades sistemáticas y racionales que, con mayor seguridad y economía, permite alcanzar conocimientos válidos y verdaderos, trazando el camino que se debe seguir y detectar errores y auxiliar la decisiones del científico”, (Bunge, 1974),

La cita de Bunge permite al investigador recorrer con mayor seguridad los caminos de la ciencia.

Las investigaciones científicas pueden clasificarse según su enfoque. Gamboa *apud* (Martins, 2000) clasifica las investigaciones como empírico-analíticas, fenomenológica-hermenéuticas y crítico-dialécticas. Demo (in Martins, id.), en teóricas, metodológicas, empíricas y prácticas. Gil (2006) y Sabino (1998) en exploratorias, descriptivas y explicativas.

De acuerdo con las clasificaciones presentadas, la presente tesis, al hacer parte de la gran área de la administración, que a su vez, está incluida entre las ciencias sociales, se clasifica como empírico-analíticas, pues presenta:

“en común la utilización de técnicas de recogida, tratamiento, y análisis de datos marcadamente cuantitativos. Dan preferencia a estudios prácticos. Su propuesta tiene carácter técnico, restaurador e incremental. Tiene una fuerte preocupación con la relación causal entre variables. La validación de la prueba científica se busca a través de testes de los instrumentos, grados de significancia y sistematización de las definiciones operacionales” (MARTINS, 2000, p.26).

De acuerdo con los objetivos, el estudio se clasifica como una pesquisa explicativa, que según Gil (2006), tiene como razón principal identificar los factores implicados en la aparición de un fenómeno. Para el presente estudio, la pesquisa explicativa es el tipo más apropiado, porque profundiza el conocimiento a través de la verificación de la relación que existe entre las variables dependientes e independientes. Se clasifica también la presente pesquisa como *“ex-pós-facto”*, lo que supone que el estudio se realizó tras la aparición de alteraciones en la variable dependiente, no siendo posible, por lo tanto, la manipulación o control sobre las variable independientes, pues éstas llegan al investigador *“ya hechas”* (GIL, id. p.49).

De un modo amplio, esta tesis ha pretendido articular dos grandes perspectivas. La primera está contemplada por medio de una rigurosa revisión teórica. La otra, empírica, se caracteriza por el hecho de que las variables desarrolladas se confirman o se rechazan. Desde el punto de vista teórico, la perspectiva tiene la intención de mostrar el estado del arte y poner de manifiesto la contribución de los diversos autores en lo que se refiere a la teoría y a los principales aspectos, ya sean relacionados con la trayectoria epistemológica del Gobierno Corporativo como aquellos que describen los principales aspectos ontológicos del esqueleto conceptual en construcción. En este sentido se han caracterizado: los agentes implicados en el Gobierno Corporativo; la Ley Sarbannes-Oxley; la evolución del Gobierno Corporativo; así como las evidencias doctrinarias de la relación entre la adopción de niveles

adicionales de gobiernos y el desempeño organizacional demostrados principalmente en las tesis referenciadas sobre el tema.

La perspectiva empírica ha tenido como objetivo comprobar o rechazar la discusión teórica de que la adopción de niveles adicionales de Gobierno Corporativo son relevantes para un desempeño mejor de los activos negociados en la bolsa de valores, demostrando o no la conexión existente entre la fase teórica y la empírica.

Para ello, se ha definido, en primer lugar, el universo (población) de la pesquisa, la muestra considerada, así como el origen y la recogida de los datos, en tratamiento de los datos y finalmente, las limitaciones del método.

2.1 Tipo de Pesquisa:

La pesquisa, según Gil (2000) y Vergara (1997), se clasifica de acuerdo con los fines y en cuanto a los medios.

En cuanto a los fines, la presente tesis se trata de una investigación del tipo explicativa, con correlaciones múltiples, ya que estudia el comportamiento de variables y la dependencia entre ellas. En las investigaciones explicativas, según YNOUB (2007, p. 85) *“interesa probar si el comportamiento de una variable (o de varias) puede funcionar como factor explicativo del comportamiento de otra (u otras) variable”*. Las correlaciones que se establecen entre las variables, ahora en estudio, interesan las que implican causalidad y que sean explicativas unas de las otras.

Para la misma autora, (id, 86), una correlación establece causalidad cuando una o más variables sufren alteraciones sistemáticamente, de manera directa o inversamente, la presencia de una variable es anterior en el tiempo a la otra y cuando el conocimiento adquirido por la ciencia hasta el presente momento autoriza la proposición de la causalidad de la relación. Se afirma que la investigación del presente estudio establece entre las variables correlaciones

múltiples porque se proponen medir la influencia del Gobierno Corporativo en el desempeño de las empresas, a través del análisis de indicadores financieros y múltiples de indicadores financieros.

En cuanto a los medios, se trata de una pesquisa bibliográfica y documental, en primer lugar porque en el marco conceptual se buscó una revisión sobre los principales conceptos de Gobierno Corporativo e indicadores fundamentales, y se utilizaron para ello fuentes secundarias, tales como libros, tesis y artículos accesibles al público en general, en medios impresos o digitales. En segundo lugar, se trata de una pesquisa documental, porque los aspectos financieros de las empresas, que trabajados se constituyeron en las variables dependientes, se obtuvieron de documentos contables, como balances patrimoniales, demostraciones contables y flujos de caja, ofrecidos por las empresas en sus páginas web o en otros medios especializados en el asunto, como Economática, Bovespa, CVM, IBGC, Infomoney y Grafbolsa.

En cuanto a su naturaleza, la pesquisa puede ser cuantitativa o cualitativa. La pesquisa cuantitativa considera que todo elemento manifestado es cuantificable, es decir, su realidad es objetiva y puede traducirse y operarse por medio de números (porcentaje, promedio, coeficiente de correlación, etc.), (Lakatos et alii 1986). Ya la pesquisa cualitativa establece una relación dinámica entre el mundo real y el sujeto, es decir, es subjetiva y no requiere el uso de métodos y técnicas estadísticas y no se puede traducir en números (Minaio, 2007). El presente estudio se encuadra como cuantitativo porque usa intensivamente la métrica y establece correlaciones entre las variables y verifica el impacto de las variables dependientes, confirmando o negando la hipótesis formulada inicialmente.

Se trata también de una pesquisa de campo, pues en la presente tesis se ha ahondado en las cuestiones propuestas para obtener las características precisas de esta muestra y no disponibles en fuentes secundarias por no haber sido publicadas u ofrecidas cuando se buscaron las informaciones en fuentes primarias.

2.2 Universo y Muestra

Las unidades de análisis para la presente tesis son las empresas de capital abierto brasileñas, enumeradas en la Bolsa de Valores de São Paulo (BM&FBOVESPA), que, en el intervalo de la pesquisa totalizaban cerca de 480 empresas según Rossoni (2009).

La muestra que se utilizó, extracto de este universo, está compuesta por empresas del Sector de Energía Eléctrica (SEE) con acciones negociadas en el mercado abierto. El SEE posee un total de 58 empresas, 12 operan apenas en el mercado organizado de mostrador y, por lo tanto, se excluyeron de la muestra. El análisis se concentró en las 46 empresas que poseían sus acciones dispuestas en la BM&FBOVESPA. De éstas, 10 empresas se retiraron de la muestra porque no fue posible obtener ninguno de sus datos primarios. Otras cuatro se retiraron de la muestra porque los registros históricos disponibles fueron menores que cinco en los siete periodos observados y también se excluyeron las empresas que tuvieran tras esta etapa menos que 11 índices con registros históricos válidos. Por causa de estas restricciones subjetivas restaron en la muestra 32 empresas que, o facilitaron el acceso a sus datos primarios o suministraron informaciones en sus propias páginas web. Por último, las informaciones también se recogieron en la página Fundamentus, en la BM&FBOVESPA o en la base de datos de Económica. De estas empresas, 9 se sumaron formalmente a niveles adicionales de prácticas de Gobierno Corporativo y 23 no se adhirieron a todas las prácticas previstas para cualquiera de los niveles adicionales de Gobierno Corporativo. (Según se verifica en la tabla 4)

La elección del sector eléctrico brasileño como muestra sustantiva, en lugar de la utilización de muestras probabilísticas o no probabilísticas, se justifica por el acceso facilitado a las informaciones del sector y porque tienen como criterio particular la tipicidad, pues la muestra utilizada se considera un subgrupo

representativo a efectos de evaluación y posterior generalización para el sector eléctrico.

Otras razones para la elección de la muestra resultan de la propia característica del sector eléctrico brasileño que está compuesto por empresas relativamente homogéneas, todas ellas concesionarias de servicio público, de gran porte, generalmente de origen y con capital público y con el mismo agente regulador. Además, posee un índice específico en la Bolsa de Valores de São Paulo, el Índice del Sector Eléctrico (IEE).

Los índices sectoriales se utilizan internacionalmente desde hace muchos años, sin embargo, el IEE solo se creó, según la Bovespa, en 1996 para medir el desempeño del sector y ofrecer una visión particularizada de las empresas. Está compuesto por las acciones más representativas y permite una evaluación del comportamiento del sector y de las demás empresas.

2.3 Recogida de los datos

La recogida de datos para el presente estudio ofreció condiciones para responder a la complejidad de una pesquisa polifacética, del tipo explicativa, *ex-pós-facto* (Martins y Teóphilo, 2007), con correlaciones múltiples de naturaleza cuantitativa; en cuanto a los medios, es bibliográfica en los aspectos relacionados al punto de vista teórico; es documental porque analiza documentos contables de las empresas y de campo porque utiliza como complemento de la pesquisa bibliográfica y documental, para comprobar la correlación que existe entre la perspectiva teórica y la empírica, datos obtenidos directamente en las empresas.

Las fuentes para la pesquisa teórica se obtuvieron en las bibliotecas y bases de datos de las Universidades Federal Fluminense (UFF) y Salgado de Oliveira (UNIVERSO) y en el acervo particular del investigador y así ha sido posible

tener acceso suficiente a libros, obras de referencia, periódicos indexados y tesis sobre los asuntos relacionados con el tema.

La pesquisa documental se llevó a cabo a través del análisis directo de documentos contables de las empresas, disponibles en los software y páginas web especializados como Economática, BM&FBOVESPA, CVM, IBGC, Infomoney y Grafbolsa.

En la pesquisa de campo realizada para lograr una profundización específica y recoger datos no obtenidos en la pesquisa documental y otros de interés, fue posible observar datos como clima organizacional, nivel de transparencia de la gestión y prestación de cuentas. Por lo tanto, fueron hechas visitas a 12 de las dichas empresas.

2.4 Tratamiento de los datos

Como forma de tratamiento de los datos para atender a las propuestas de la pesquisa, se ha procurado seleccionar y abstraer aspectos relevantes transformando los datos originales en nuevas plantillas simplificadas utilizando **Microsoft Office Excel**, para establecer ránquines y para la comprobación de las hipótesis.

2.5 Limitaciones del Método

El método utilizado para análisis, así como la pesquisa, presentan algunas limitaciones, entre ellas, se destacan:

- La utilización apenas de empresas que negociaban sus acciones en la bolsa de valores y la exclusión de empresas que negocian en el mercado organizado de mostrador que podrían mostrar aspectos relevantes del Gobierno Corporativo, especialmente los relacionados con la asimetría de informaciones, estructura de poder y desempeño;

- las empresas pesquisadas son de gran tamaño (característica del segmento), intensivas en el uso de inversiones, con proyectos a largo plazo, con grandes barreras a nuevos entrantes, características que dificultan la posibilidad de transponer las conclusiones para pequeñas y promedios empresas, en las que del Gobierno Corporativo es relevante y carente de estudios más consistentes.

- todas las empresas investigadas hacen parte del sector eléctrico;

- la subjetividad del investigador que incluye preferencias y elecciones personales en las interpretaciones cualitativas y en las selecciones realizadas.

- la selección de indicadores económicos-financieros por razones de acceso a información cuantitativa, y

- la adopción de criterios empíricos para verificación de las hipótesis.

3. MARCO TEÓRICO

En este capítulo se desarrolla el marco teórico capaz de dar sustentación a la parte práctica del trabajo, que de acuerdo con el objetivo propuesto para esta tesis es investigar si la adopción de buenas prácticas de Gobierno Corporativo puede presentar mejores resultados cuando se miden a través de los principales indicadores económico-financieros.

Para alcanzar los objetivos intermedios se realizó una rigurosa revisión de la literatura existente que hiciese posible describir la trayectoria epistemológica, la estructura y los agentes implicados en el contexto del Gobierno Corporativo. Un marco histórico del Gobierno Corporativo, también descrito, fue la Ley Sarbannes-Oxley y su influencia en la doctrina del Gobierno Corporativo en Brasil y en el mundo, los principales Códigos de Mejores Prácticas de Gobierno Corporativo y se buscó con el apoyo, principalmente, de tesis ya desarrolladas, mostrar la relación entre la adhesión a niveles adicionales de gobierno y el desempeño organizacional.

3.1. Trayectoria Epistemológica del Gobierno Corporativo

3.1.1. El Estudio y los principales conceptos de Gobierno Corporativo:

Los estudios formales sobre Gobierno Corporativo se originan en la teoría de la firma, con las publicaciones de Berle y Means (1936), que contribuyeron al afirmar que la dispersión de capital es una tendencia y evita la supremacía del interés de un inversor; Coase (1937), que ve la empresa como un “*locus*” de contratos imperfectos; Jensen y Meckline (1976), que muestran la divergencia entre los intereses del agente y del principal; y, Williamson (1991), que analiza las partes de los contratos y los clasifica como monopolio y eficiencia. Estos estudios originales han sido capaces de ofrecer una referencia que permitiera la comprensión del Gobierno Corporativo, a pesar de la ausencia de una expresión equivalente.

El Gobierno Corporativo, como lo entendemos actualmente, es un hecho reciente, tanto en la literatura como en su aplicación práctica en las empresas. Los primeros textos poseen cerca de 25 años de existencia, de forma que, como consecuencia, los estudios comprobados científicamente son relativamente escasos. A partir de los 90, comenzaron a surgir en Europa, Estados Unidos y en países de América Latina, institutos y revistas especializadas que tratan la cuestión del gobierno y también se defendieron algunas tesis sobre el asunto, lo que ha permitido una mejor comprensión sobre la teoría y la práctica del Gobierno Corporativo.

El Gobierno Corporativo emerge entonces en contextos académicos y en la vivencia empresarial y se refiere a un conjunto de acciones a través de las cuales *“las sociedades se dirigen y se controlan”*, (WITHERELL, In CARVALHAL DA SILVA, 2005, p. 13), *“las reglas, procedimientos y la administración de los contratos de la empresa con sus accionistas, acreedores, empleados, suministradores, clientes y gobierno”* (PAXSON & WOOD, 2001, p.128); o, *“conjunto de mecanismos de incentivo y control internos y externos para la minimización de los costes derivados del problema de agencia de los gestores”*, (SILVEIRA, BARROS & FAMÁ, 2004, p.2), lo que implica necesariamente las relaciones entre accionistas, Consejo de Administración, dirección, auditoría independiente y consejo fiscal.

Según Carvalhal da Silva (2005), el Gobierno Corporativo es un concepto conocido hace más de 50 años, sin embargo, esta denominación se tornó popular en los años 90. Para Andrade & Rossetti (2009) la expresión se acuñó en 1991 y al año siguiente se definió el primer Código de Mejores Prácticas de Gobierno Corporativo, sin embargo, sólo en 1995 se editó el primer libro que contenía el término *“Corporate governance”* de autoría de Monks y Minow.

La aparición del Gobierno Corporativo coincide con la profesionalización de la gestión de los negocios, es decir, el propietario delega poderes en un ejecutivo que en nombre de la empresa toma decisiones, a veces, contrarias al sentido común, a los intereses de los propietarios y demás *stakeholders*:

“En el pasado reciente, en las empresas privadas y familiares, los accionistas eran gestores y se confundían en su personas la propiedad y la gestión. Con la profesionalización, la privatización, la globalización y el alejamiento de las familias, el Gobierno Corporativo colocó el Consejo entre la Propiedad y la Gestión”. (IBGC, 1999, p. 5)

Para contraponerse a las decisiones aisladas de los ejecutivos, el IBGC (Instituto Brasileño de Gobierno Corporativo) apunta que:

“la preocupación del Gobierno Corporativo es crear un conjunto eficiente de mecanismos, tantos de incentivos como de control para asegurar que el comportamiento de los ejecutivos esté siempre en sintonía con los intereses de los accionistas”. (IBGC, 1999, p. 6)

En este contexto y de acuerdo con el IBGC (2004, p.6) el

“Gobierno Corporativo es el sistema que asegura a los socios-propietarios el gobierno estratégico de la empresa y el efectivo control de la dirección ejecutiva. La relación entre propiedad y gestión se da a través del consejo de administración, de la auditoría independiente y del consejo fiscal, instrumentos fundamentales para el ejercicio de control. El buen Gobierno Corporativo asegura a los socios equidad, transparencia, responsabilidad por los resultados (accountability) y obediencia a las leyes del país (compliance)”.

La CVM (Comisión de Valores Mobiliarios) define Gobierno Corporativo como *“el conjunto de prácticas que tienen como objetivo optimizar el desempeño de una compañía al proteger todas las partes interesadas”* (CVM, 2002, p.1), es decir, shareholders y stakeholders, incluyendo en la práctica transparencia, equidad y prestación de cuentas responsable.

Para la OECD (Organization for Economic Co-Operation and Development), y de acuerdo con el concepto del Informe Cadbury, *governance corporative* es:

“...so good corporate governance – the rules and practices that govern the relationship between the managers and shareholders of the corporations, as well as stakeholders like employees and creditors – contributes to financial stability...”(OECD, 2004, p1)

“...only part of the larger economic context in which firms operate...The corporate governance framework also depends on the legal, regulatory, and institutional environment. In addition, factors such as business ethics and corporate awareness of the environmental and societal interests of the communities in which a company operates can also have an impact on its reputation and its long-term success”. (OECD, 2004, p.12)

OLIVEIRA (2006, p. 17) afirma que Gobierno Corporativo es:

“el conjunto de prácticas administrativas dirigidas a optimizar el desempeño de las empresas – con sus negocios, productos y servicios – al proteger, de manera equitativa, a todas las partes interesadas – accionistas, clientes, suministradores, empleados y gobierno – facilitando el acceso a las informaciones básicas y mejorando el modelo de gestión”.

LODI (2000, p. 136) enseña que Gobierno Corporativo es el *“sistema de gestión de las relaciones entre los accionistas, mayoritarios y minoritarios, el Consejo de Administración, los auditores externos independientes y la dirección de la empresa”.*

Denis & McConnel, (2003) definen el Gobierno Corporativo como el conjunto de mecanismos institucionales y de mercado que favorecen que los controladores de una compañía tomen decisiones que maximicen la riqueza de sus propietarios.

En virtud de la extensión y de la diversidad de sus efectos y consecuencias, según Cova (2006, p.3) hay, *“en contrapartida a los múltiples abordajes de definición en torno al significado y al alcance del Gobierno Corporativo; tal diversidad tiene lugar con los modelos que pueden adoptarse para su operacionalización”*, ya afirma que se establece un vínculo íntimo entre los modelos y la amplitud dada al proceso de gobierno, así como a sus impactos efectivos.

De esta manera verificamos que existen múltiples conceptos de gobierno, lo que permite incluso una categorización del término. Claessens (2003) los agrupa en dos categorías: la primera se refiere a un conjunto de modelos

comportamentales de la empresa relacionados con la eficiencia, desempeño, estructura financiera y tratamiento dispensado a los accionistas y otros grupos de intereses; y, la segunda categoría está centrada en las normas a las que están sujetas las compañías, como los sistemas legales, los órganos regulatorios y el mercado financiero.

De carácter eminentemente práctico, Andrade & Rossetti (2009), proponen el agrupamiento de los conceptos de Gobierno Corporativo (Ver Cuadro 1) en cuatro grandes grupos: guardianes de derechos, sistema de relaciones, estructura de poder y sistema normativo.

Cuadro 1 – Conceptos de Gobierno Corporativo:

Gobierno como guardianes de derechos de las partes interesadas:
<p>“El Gobierno Corporativo trata del conjunto de leyes y reglamentos que pretenden: a) asegurar los derechos de los accionistas de las empresas, controladores o minoritarios; b) ofrecer informaciones que permitan a los accionistas acompañar decisiones empresariales impactantes evaluando cuánto interfieren en sus derechos; c) facilitar a los diferentes públicos afectados por los actos de la empresas el empleo de instrumentos que aseguren la observancia de sus derechos; y d) promover la interacción de los accionista, de los consejos de administración y de la dirección ejecutiva de las empresas.” (Monks y Minow,2004)</p>
<p>“El Gobierno Corporativo trata de los medios utilizados por las corporaciones para establecer procesos que ajusten los intereses en conflicto entre los accionistas de las empresas y sus dirigentes de alto nivel.” (Blair, 1999)</p>
<p>“El Gobierno Corporativo trata de justicia, de la transparencia y de la responsabilidad de las empresas en el trato de cuestiones que tienen que ver con los intereses del negocio y de la sociedad como un todo”. Williamson, 1996</p>
<p>“El Gobierno Corporativo es el sistema mediante el que las corporaciones de negocio se dirigen y controlan. La estructura del Gobierno Corporativo especifica la distribución de los derechos y responsabilidades entre los diferentes participantes de la corporación, tales como el consejo de administración, los directores ejecutivos, los accionistas y otros interesados, además de definir las reglas y procedimientos para la toma de decisiones con relación a las cuestiones corporativas. Y ofrece también bases a través de las que se establecen los objetivos de la empresa y se definen los medios para alcanzarlos y los instrumentos para acompañar el desempeño.” OECD, 1999</p>
Gobierno como sistema de relaciones con el que se dirigen y se controlan las sociedades:
<p>“El Gobierno Corporativo es el campo de la administración que trata del conjunto de relaciones entre la dirección de las empresas, sus consejos de administración, sus accionistas y otras partes interesadas. Establece los caminos a través de los que los suministradores de capital de las corporaciones se aseguran el retorno de sus inversiones.” Shleifer e Vishny, 1997</p>
Gobierno como estructura de poder interno:
<p>“El Gobierno Corporativo es el sistema y la estructura de poder que rigen los mecanismos con los que se dirigen y se controlan las compañías.” Cadbury, 1992</p>
<p>“Como el Gobierno Corporativo nació del divorcio entre la propiedad y la gestión de las</p>

empresas, su foco es la definición de una estructura de gobierno que maximice la relación entre el retorno de los accionistas y los beneficios obtenidos por los ejecutivos. En este sentido incluye la estrategia de las corporaciones, las operaciones, la generación de valor y la destinación de resultados.” Hitt, Ireland e Hosksson, 2001

Gobierno como sistema normativo que rige las relaciones internas y externas:

“Gobierno Corporativo es un campo de investigación centrado en cómo controlar las corporaciones a través de mecanismos normativos definidos en estatutos legales, términos contractuales y estructuras organizacionales que conducen a la gerencia eficaz de las organizaciones, lo que se traduce en una tasa competitiva de retorno.” Mathiesen, 2002

“El Gobierno Corporativo se expresa por un sistema de valores que rige las organizaciones en su red de relaciones internas y externas. Por lo tanto refleja los modelos de la compañía, que a su vez, reflejan los valores de comportamiento de la sociedad.” Cadbury, 1999

“El Gobierno Corporativo se refiere a modelos de comportamiento que conducen a la eficiencia, al crecimiento y al tratamiento que se da a los accionistas y a otras partes interesadas y que tiene por base principios definidos por la ética aplicada a la gestión de negocios.” Claessens y Fan, 1996

Fuente: adaptado por el autor de Andrade & Rossetti (2009)

Pese al hecho de la gran diversidad conceptual, como se constata en el Cuadro 1, de acuerdo con Cova (2006), hay un conjunto bien definido de elementos clave del Gobierno Corporativo que son: los valores, la relación entre las partes interesadas, los propósitos estratégicos, el poder y la gestión.

Con relación al primer elemento clave, representado por los valores, hay cuatro que se destacan como sustentáculos del buen gobierno. Registramos que, según Andrade & Rossetti (2009), dos se originan en Monks, que son: *fairness* y *compliance*, y dos más originados en el *Cadbury Report*, que son: *accountability* y *disclosure*. El *fairness* representa el sentido de justicia e igualdad en el tratamiento de los accionistas, independientemente de su participación y propone el respeto a los derechos de los accionistas minoritarios, tanto en el aumento de la riqueza corporativa y el resultado de las operaciones como en la presencia activa en asambleas generales; que estén protegidos “*contra la transgresión de mayoritarios y gestores*” (LODI, 2000, p. 19). El *compliance*, u obediencia al cumplimiento de las leyes del país, representa la búsqueda de conformidad en el cumplimiento de las normas reglamentarias contenidas en los estatutos sociales y en la estructura jurídica. El *disclosure* busca la transparencia de las informaciones contables y de

gestión, sobre todo aquellas que pueden acarrear mayores riesgos e impactos en los negocios para eliminar dudas con relación a la elaboración, perfeccionamiento y oportunidad de los informes emitidos. El *accountability* busca la prestación de cuentas y la responsabilidad a partir de las mejores prácticas contables y de auditoría.

El segundo elemento clave del buen gobierno es la relación entre las partes interesadas para minimizar los conflictos de agencia. JENSEN & MECKLING (1976, p.5) definen relación de agencia como “*un contrato en el que una o más personas – el principal – emplea a otra persona – el agente – para realizar algún servicio o trabajo a su favor que incluya la delegación de alguna autoridad de decisión del agente*”. Fruto de esta relación que separa la propiedad y el control y de las imperfecciones y limitaciones de los contratos surgen los conflictos.

Para Cova (2006), las decisiones de los agentes deberían maximizar los resultados de las operaciones de la empresa, supuestamente en beneficio del accionista; sin embargo, no siempre ocurre así por un comportamiento oportunista del ejecutor en conflicto con el objetivo del agente principal. La mencionada imperfección de los contratos, según Jensen & Meckling (1976), favorece la falta de sintonía de intereses, para los que, en busca de armonía, el principal incurre en los costes de la agencia. Los costes de agencia más importantes son los que el principal tiene para realizar el control de los contratos; costes del agente para garantizar su compromiso con los intereses definidos por el principal; y los costes derivados de la pérdida residual por la relación de agencia que aparecen por actitudes divergentes tomadas por los agentes y que no maximizan los resultados de las operaciones de la empresa.

Como tercer elemento clave, según Cova (2006), está el conjunto de propósitos estratégicos en los que se incluye la estrecha interacción entre los accionistas, el Consejo de Administración y la Dirección Ejecutiva. En las empresas en las que la práctica del buen gobierno es corriente las expectativas de los

accionistas y las políticas básicas se definen en el nivel institucional por entendimientos entre los accionistas y aquellos que los representan en los Consejos de Administración. De esta convergencia de pensamiento, afirma Cova (2006, p.4), *“se derivan las directrices estratégicas para los negocios y para la gestión que desarrolla la Dirección Ejecutiva y que se presentan una vez más al Consejo de Administración para su homologación”*.

El cuarto elemento clave del Gobierno Corporativo es el poder, también denominado fuerzas de control que implica, según Andrade & Rossetti (2009, p.141) *“la definición de estrategia, las operaciones, la generación de valor y el destino de los resultados”*. En este sentido, existen tres aspectos relevantes, según Cova (2006), implicados en la estructura de poder:

- la definición de los papeles de los accionistas, del Consejo de Administración y de la dirección;
- la definición de reglas de convivencia que tornen el proceso decisorio un juego en el que se compartan plenamente posiciones y opiniones;
- una efectiva planificación de sucesiones en la corporación, sin solución de continuidad y que no afecte a los intereses de la empresa.

El quinto elemento clave de la buena Gobierno Corporativo está representado por la gestión, cuyos aspectos centrales se derivan de ella. Las prácticas de gestión, armonizadas con los principios del Gobierno Corporativo abrigan, de acuerdo con Cova (2006) puntos centrales ligados a los valores que sostienen: la integridad ética que pauta todas las relaciones internas y externas de la compañía; la combinación de la integridad, de la competencia y de la implicación constructiva en el trato de los negocios; y la responsabilidad corporativa, que abarca amplios intereses para los que convergen los procesos estratégicos de gobierno.

Para Andrade & Rossetti (2009), las cuestiones clave incluyen, por una parte, los conflictos y los costes de agencia ocasionados por la inexistencia del

contrato completo y del agente perfecto, es decir, propósitos imperfectamente simétricos y los costes de agencia generados por el oportunismo y el control; y por otro lado, la asimetría de derechos de los shareholders y la armonización de intereses que resulta de la existencia de clases distintas de accionistas y el consiguiente poder de voto discriminado, lo que permite a los mayoritarios el ejercicio del poder en detrimento de los intereses de los minoritarios.

Andrade & Rossetti (2009) apuntan que los conflictos de agencia, costes de control, asimetría de derechos y la estructura perversa de poder fueron las razones esenciales para el despertar del Gobierno Corporativo, con el objetivo central de promover la armonización de los intereses de los implicados y controlar el poder de la gestión y de los mayoritarios contra la expropiación. Para que el Gobierno Corporativo pueda llevarse a cabo se establecen las fuerzas de control, que de acuerdo con Andrade & Rossetti (2009, p. 211) *“son una reacción de agentes que se consideran traicionados en sus derechos por conflictos de intereses, por oportunismos perversos, [...] y por las más variadas formas de expropiación practicadas por mayoritarios”*. Estas fuerzas, afirman estos mismos autores, pueden ser externas, tales como los mecanismos regulatorios, los modelos contables exigidos, los controles ejercidos por el mercado de capitales, las presiones de mercados, el activismo institucional o de activistas y la actuación de fondos; o internas, como concentración de propiedad, constitución de los Consejos de Administración, modelo de remuneración de administradores, control compartido y estructuras multidivisionales de negocios

3.1.2. Contexto en el que surge el Gobierno Corporativo

Según Andrade & Rossetti (2009), el surgimiento del Gobierno Corporativo es una consecuencia del desarrollo de las corporaciones que tuvo lugar a partir de la formación del sistema capitalista, lo que incluye, entre otros factores, la ética

calvinista, la doctrina liberal, la revolución industrial, las nuevas tecnologías, la ascensión del capital como factor de producción, el sistema de sociedades anónimas, el Crac de 1929 y el desarrollo de la ciencia de la administración.

El gigantismo de las corporaciones colaboró para que ocurriese el proceso de dispersión del capital que condujo a la pulverización y despersonalización de la propiedad, con propietarios ausentes y pasivos. Además, la dispersión de la propiedad y la ausencia de los accionistas (Andrade & Rossetti, 2009) acarrearón otros cambios significativos en las organizaciones, como el hecho de que la propiedad se desligue de la administración; la sustitución de los fundadores de las empresas por ejecutivos contratados; cambios en los objetivos de las compañías que dejaron de limitarse a la maximización de lucros, pues *“los gestores pueden estar interesados en otros objetivos, que van desde la seguridad de las operaciones, la aversión a riesgos, hasta el aumento de sus propias ganancias, en detrimento de la renta de los accionistas”* (ANDRADE & ROSSETTI, 2009, p. 71); se comenzaron a observar conflictos de intereses en las compañías como consecuencia de los intereses asimétricos que provocaron la reaproximación de la propiedad y la gestión, por la adopción de buenas prácticas de Gobierno Corporativo.

Las sociedades anónimas se han constituido como un factor determinante en esta nueva orden en las compañías y han adquirido proporciones y una importancia inimaginable en la sociedad; se han tornado prácticamente la razón de todos los estudios del Gobierno Corporativo.

“Este nuevo aspecto de la sociedad anónima es uno de los medios por los que las riquezas de un sinfín de individuos se han concentrado en enormes agregados; con ello, el control de sus riquezas se ha entregado a una dirección única. El poder que resulta de esta concentración creó los reyes de la industria, cuya posición en la comunidad aún no se ha definido. La entrega del control de la riqueza por parte de los inversores ha roto

efectivamente las antiguas relaciones de propiedad y ha suscitado la cuestión de definir de nuevo estas relaciones” (BERLE & MEANS, 1988, p.34)

La ampliación de la base de propietarios ha llevado a la despersonalización de la empresa, hecho que, según apuntan Monks y Minow (2004), ha alterado sustancialmente su relación con la empresa, pues, además de ausentes se tornan pasivos y meramente preocupados con los dividendos. Burle y Means (1988) afirman que esta ampliación, además de provocar la referida separación entre la propiedad de la empresa y la administración, hace con que los propietarios de derecho – los accionistas – no tengan ni ejerzan ningún control, que sí lo hacen los administradores, que no son propietarios. En este sentido, Adam Smith, advertía en 1776 que:

“los directores de las empresas (de capital abierto) son administradores del dinero de las otras personas y no del suyo propio y no se puede esperar que lo cuiden con la misma vigilancia ansiosa (de los dueños). Negligencia y derroche, por lo tanto, siempre prevalecen, más o menos, en la gestión de las cuestiones de esas empresas.” (In STEINBERG, 2003, p. 45).

La divergencia de intereses es otra consecuencia señalado por Andrade & Rossetti (2009). Esta divergencia destaca que los propietarios se tornaron pasivos con relación al poder de decisión y con intereses apenas en los dividendos, en el aumento del valor de mercado de la empresa y en caso de liquidación en recibir el valor correspondiente al total de sus acciones. La ampliación de la base accionaria por la migración de ahorros de una mayor parcela de la población para inversiones en la producción ha diluido la importancia de las decisiones de los accionistas en los destinos de la empresa y ha transferido a los administradores la gestión, lo que ha creado dos grupos asimétricos, pues cada cual intenta maximizar sus intereses.

De acuerdo con OLIVEIRA (2006, p. 12-16) las primeras discusiones sobre Gobierno Corporativo tuvieron su origen en el trío “*formado por el fondo LENS, por el informe Cadbury y por los principios de la OCDE (Organización para la Cooperación y Desarrollo Económico); y el filtro básico del proceso corresponde a la Ley Sarbanes-Oxley*”.

Siguiendo las informaciones del mismo autor, el fondo LENS se creó en 1992 con el objetivo de implantar un nuevo modelo de gestión para obtener mejores resultados y consolidar más firmemente la empresa. El modelo tenía como foco, entre otros, la actuación de los accionistas que por primera vez podrían controlar la empresa y analizar la actuación de la organización; el compromiso con la ética y la generación de riquezas para la empresa y para la comunidad en la que actúan. El informe Cadbury es una referencia en la constitución y estructuración del consejo de Administración, así como en su separación de la Dirección Ejecutiva y en las directrices básicas para ubicar la administración general de la empresa en el Consejo de Administración. Con relación a la OCDE, parte de ella una contribución al establecer que el Gobierno Corporativo: debe proteger los derechos de los accionistas tratándolos de igual manera, independientemente de que sean minoritarios, mayoritarios, nacionales o extranjeros; que las informaciones deben estar disponibles y ser transparentes; que se divulgan oportunamente los hechos relevantes y que el Consejo de Administración debe tener su actuación y sus responsabilidades bien definidas.

En la actualidad, según Andrade & Rossetti (2009), son tres los grandes marcos constructivos del Gobierno Corporativo, que aquí se enumeran por el orden en el que tienen lugar: el activismo pionero de Robert Monks, que a partir de los años 80 mudó el curso del Gobierno Corporativo en los Estados Unidos; el Informe de Cadbury, producido por el comité constituido en el Reino Unido en 1992 para definir las responsabilidades de consejeros y ejecutivos procurando la transparencia en la prestación de cuentas a los accionistas; y los principios de la OCDE dirigidos al desarrollo mundial de las corporaciones y del mercado de capitales.

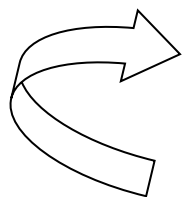
El activismo de Monks es el primer marco histórico del Gobierno Corporativo, pues, indignado con la pasividad de los accionistas demostró la necesidad de crear prácticas que pudiera influir favorablemente en el mercado y proteger la empresa y a los accionistas de las malas prácticas de los ejecutivos.

De acuerdo con Andrade & Rossetti (2004) Monks nació en 1933 en Boston y habiendo estudiado Derecho, desde muy temprano se involucró en los negocios de su familia como un ejecutivo exitoso. Esta vivencia en el mundo de los negocios le hizo percibir las distorsiones practicadas en el mercado, especialmente en la manera en la que se dirigen las compañías. Monks reconoce la importancia de los inversores institucionales como futuros propietarios de las grandes empresas. En su paso por el *Department of Labor* del gobierno estadounidense tuvo como responsabilidad los fondos de pensiones, que intentó organizar. A partir de la experiencia en Washington, desarrolla una nueva línea de análisis del papel de los fondos, considerada correcta desde entonces, que convierte al administrador del fondo en responsable de la gestión ya que se elige a través del votos de los consejeros de administración. Además, Monks también atacó la falta de transparencia en la administración de las compañías y una mayor regulación por parte del gobierno. En su retorno al sector privado, Monks asume el papel de accionista combativo y organiza a los accionistas en bloque para representar mejor sus intereses. Para divulgar sus ideas, Monks escribió diversos libros en los que defiende la necesidad de que los accionistas controlen las empresas; también es el autor de *Corporate Governance*, un manual de mejores prácticas (ver Cuadro 2), en el que presenta el equilibrio de intereses, prácticas de gobierno, perfeccionamiento del mercado de capitales y los papeles de los inversores institucionales. Escribió sobre la complejidad de las organizaciones modernas, el derecho de realizar inversiones fructíferas y sobre el rescate de la ética. En la motivaciones que resultan del conflicto de agencia, consecuencia del divorcio entre propietarios y ejecutivos, muestra su principal convicción, expuesta en *Power and Accountability*, donde afirma que “la empresa que cuenta con un control eficaz añade más valor y genera más riqueza que aquella que no

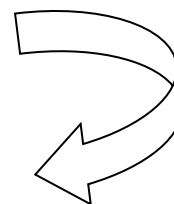
dispone de tal recurso". (ANDRADE & ROSSETTI, 2004, p. 156), y también cree que las prácticas corporativas que se caracterizan por la ética son más eficaces que las leyes para corregir conflictos de agencia, fraudes, corrupciones y otros desvíos de conducta.

Cuadro 2 – El Activismo de Monks

- El divorcio propiedad y dirección ejecutiva:
 - o Propietario – maximizar el valor de las acciones;
 - o Ejecutiva – privilegios a costa de resultados.
- Aproximación efectiva de accionistas, consejos y dirección.
- Equilibrio de intereses por la exposición, movilización e intervención:
 - o Exposición de prácticas dañosas;
 - o Movilización de partes interesadas;
 - o Intervención de propietarios y órganos reguladores.
- Perfeccionamiento de los procesos de gobierno de las empresas:
 - o Constitución y funcionamiento de los consejos;
 - o Compatibilizar posturas éticas con la maximización de los resultados



LOS RESULTADOS VISIBLES



- Inmediatos:
 - o Revelación de desvíos en las prácticas corporativas;
 - o Definición de caminos para la prosperidad compartida;
 - o Exposición de los fallos corregibles por la nueva legislación;
 - o Movilización de accionista minoritarios e institucionales;
 - o Más respeto por los justos derechos de los propietarios.
 - A largo plazo:
 - o Institucionalización de las prácticas de Gobierno Corporativo.
 - o Refinamiento de la capacidad de los propietarios, especialmente de los institucionales, para influir favorablemente en las empresas.
 - o Más regulación y más intervención en el mercado de capitales, más eficacia:
 - de las empresas en la generación de resultados;
 - del mercado en la oferta de recursos
 - de la economía en la prosperidad generada por corporaciones confiables y justas.
-

LOS RESULTADOS VISIBLES

- Inmediatos:
 - o Revelación de desvíos en las prácticas corporativas;
 - o Definición de caminos para la prosperidad compartida;
 - o Exposición de los fallos corregibles por nueva legislación;
 - o Movilización de accionistas minoritarios e institucionales;
 - o Más respeto a los justos derechos de los propietarios.
- A largo plazo:
 - o Institucionalización de Gobierno Corporativo.
 - o Refinamiento de la capacidad técnica de los propietarios, especialmente de los institucionales, de influir favorablemente en las empresas.
 - o Más regulación y más intervención en el mercado de capitales, más eficacia:
 - de las empresas en la generación de resultados;
 - del mercado en la oferta de recursos
 - de la economía en la prosperidad generada por corporaciones confiables y justas.

Fuente: Adaptado de Andrade & Rossetti (2009, p.161)

El segundo marco más importante de la evolución del Gobierno Corporativo fue establecido por el Comité de Cadbury, divulgado en diciembre de 1992, a partir del cual, la Bolsa de Londres revió sus prácticas de contabilidad, así como la forma de la elaboración de las demostraciones financieras.

En Inglaterra los Consejos de Administración, según LODI, (2000, p.55), *“participaban de consejos de compañías unos de los otros, cruzando intereses y favores y creando dificultades para minoritarios y “outsiders” en general”*, y la Comisión Cadbury se empeñó en tratar las prácticas y no las reglas y normas como es de costumbre en la tradición británica y presentó en respuesta a las presiones *“un conjunto de nuevas propuestas que acertaron plenamente en la forma en la que venían siendo gobernadas las corporaciones británicas”* ANDRADE & ROSSETI, 2009, p. 166); sus acciones tenían como foco la prestación responsable de cuentas y la transparencia.

De acuerdo con Lodi (2000), el Comité Cadbury produjo el “Código de Mejores Práctica” que, de manera reducida, se describe en los siguientes tópicos:

- la responsabilidad de los consejeros y ejecutivos en los informes presentados a los accionistas y *stakeholders*, definiendo frecuencia de presentación, claridad y forma de presentación;
- los miembros del consejo, constitución e importancia;
- la importancia de miembros independientes en el consejo;

- la necesidad de comités del consejo como auditoría, nombramiento y de remuneración.

Andrade y Rossetti (2009), afirman que las prácticas recomendadas por el Cadbury influyeron en las compañías británicas y sirvieron de base para iniciativas semejantes en diversos países.

El tercer gran marco histórico del Gobierno Corporativo fue establecido por el OCDE, organización multilateral que engloba los 30 países más industrializados del mundo y que mantiene relaciones activas con 70 países más y órganos no gubernamentales de alcance internacional. Para la OCDE las buenas prácticas de Gobierno Corporativo son la esencia para el desarrollo de los mercados, de las corporaciones y de las naciones.

El informe intitulado *Corporate Governance: Improving Competitiveness and Access to Capital in Global Market*, destaca, según Lodi (2000), los siguiente puntos:

- El objetivo de la organización es maximizar el retorno del accionista, sin olvidar las demandas de las partes interesadas (stakeholders);
- El mejor gobierno se obtiene a través de Consejos de Administración que actúan con independencia y transparencia, que son los elementos esenciales de este mejor gobierno;
- La práctica de los Consejos debe sufrir adaptaciones voluntarias que obedezcan mínimamente a modelos globales;
- Hay áreas en las que es preferible la adopción de reglas internacionales, como por ejemplo, los patrones contables.

El segundo informe, de acuerdo con Lodi (2000), llamado de Principios de la OCDE para la Gobierno Corporativo desarrolla temas prioritarios como el tratamiento igualitario entre los accionistas, la función de los *stakeholders* en el Gobierno Corporativo, la comunicación y la transparencia en la contabilidad y en los informes financieros y la función del Consejo de Administración.

Según Andrade & Rossetti (2009), los principios de la OCDE se manifiestan claramente como *stakeholders oriented* y son los siguientes:

1. En cuanto al encuadramiento de las empresas: las empresas deben buscar el eficaz encuadramiento y contribuir con la generación de condiciones institucionales para las buenas prácticas de Gobierno Corporativo, de la siguiente manera:

- buscando la conformidad con el aspecto legal;
- adopción voluntaria de buenas prácticas resultantes de la autorregulación;
- promoción en el mercado de capitales de integridad, transparencia y eficiencia;
- creación de mecanismos de protección de los stakeholders; y,
- coparticipación de la base legal para evitar conflictos que puedan frustrar el buen gobierno.

2. En cuanto a los derechos de los shareholders: el Gobierno Corporativo debe resguardar los derechos de los accionistas a través:

- del registro seguro de las alienaciones y transferencias accionarias;
- de la obtención de informaciones relevantes;
- de la voz y del voto en las asambleas;
- de la facultad de elegir y destituir consejeros;
- de la participación de decisiones relevantes y activamente en las asambleas generales;
- de la realización de consultas entre sí sobre los derechos esenciales; y,
- del conocimiento necesario sobre *take-over*, con protección de sus derechos.

3. En cuanto al tratamiento ecuánime de los shareholders: el Gobierno Corporativo debe asegurar un tratamiento igualitario a todos los *shareholders* mayoritarios o minoritarios, nacionales o extranjeros:

- dentro de una misma categoría de accionista, los mismos derechos de voto;
- protección a los minoritarios contra la acción abusiva de los controladores dominantes;
- igualdad en cuanto a procedimientos para la participación en asambleas;

- prohibición de prácticas que tengan por base el acceso privilegiado de informaciones; y,
- acceso igual a hechos relevantes divulgados por consejeros y directores.

4. En cuanto a los derechos de los *stakeholders*: la estructura de gobierno debe reconocer derechos legalmente consagrados de otras partes interesadas en la creación de riqueza y en la sostenibilidad de las corporaciones:

- respeto a los derechos consagrados, reparándolos en casos de violación;
- cooperación en la generación de riquezas y en la sostenibilidad organizacional;
- mayor participación de las partes, como acreedores y trabajadores en intereses relevantes; y,
- acceso amplio, frecuente y confiable a informaciones de interés.

5. En cuanto a la divulgación y transparencia de las informaciones: el gobierno corporativo deberá asegurar la divulgación oportuna y segura de todos los hechos relevantes de la empresa, como:

- resultados económico-financieros;
- Estructura política de gobierno;
- objetivos y estrategias de la empresa;
- transacciones con partes relacionadas;
- factores previsible de riesgos y vulnerabilidades; y,
- informaciones preparadas y auditadas.

6. En cuanto a la responsabilidad del consejo de administración: el gobierno deberá definir la responsabilidad de los consejos, incluyendo orientaciones, fiscalización y prestación de cuentas de las corporaciones, como:

- velar por elevados modelos éticos;
- orientar y homologar la estrategia corporativa;
- establecer objetivos de desempeño;
- seleccionar, compensar, fiscalizar y, cuando sea necesario, sustituir a los principales ejecutivos;

- armonizar la recuperación de los principales ejecutivos con los intereses de la organización;
- fiscalizar y administrar conflictos de intereses;
- garantizar la integridad de los sistemas contable y financiero; y,
- mantener posturas independientes sobre asuntos de interés corporativo.

3.2. Estructuras del Gobierno Corporativo

Para que el Sistema de Gobierno Corporativo se aplique con reflejos en la gestión y en los resultados empresariales es necesaria una estructura de poder adecuada, sostenida por acciones estratégicas y procedimientos patrón, que se deben difundir profusamente en toda la organización.

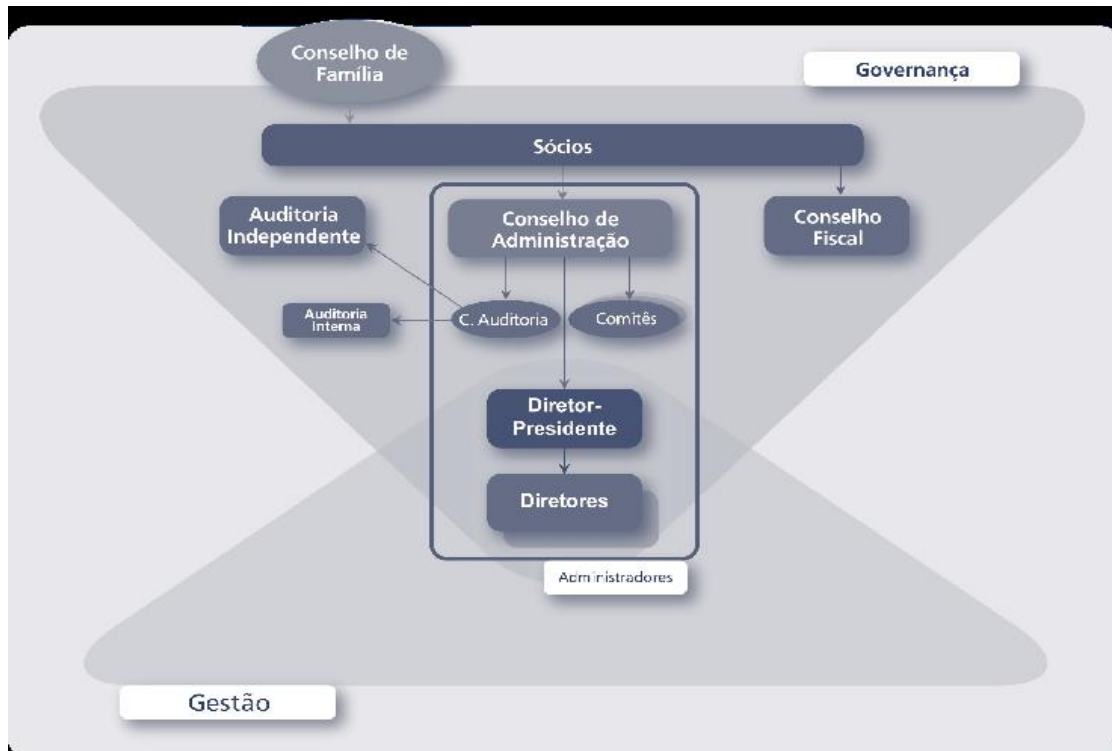
El concepto de modelo de Estructura de Gobierno Corporativo, según Álvarez, Giacometti & Gusso (2008), se fundamenta, entre otras, en las siguientes premisas:

- el objetivo de las empresas es proporcionar retorno a los propietarios y la optimización de este retorno es una condición de supervivencia de la organización;
- el valor de la empresa está asociado a la generación sostenible de flujos de caja;
- satisfacer los intereses de los accionistas es una condición “*sine qua non*” para contemplar las demandas de los otros públicos interesados.

Para los mismos autores, la estructura del modelo está compuesta por un diagrama con cinco importantes dimensiones, es decir, los alineamientos, que sugieren propósitos empresariales y reglas de sucesión comunes entre los accionistas; conformidades a las bases legales y regulatorias; sostenibilidad referida a la responsabilidad socio-ambiental de la organización y la continuidad del negocio; la estructura, que se refiere a los órganos esenciales para que el gobierno sea efectivo y los procesos que incluyen a los accionistas, al consejo de administración y a la dirección ejecutiva.

En este contexto, el Código de la Mejores Prácticas de Gobierno Corporativo (IBGC, 2010), presenta un Modelo de Sistema de Gobierno Corporativo, utilizado en este tópico conforme fig. 2:

Fig. 2 Sistema de Gobierno Corporativo



Fuente: IBGC (2010, p.16)

- Consejo de Familia que contempla los intereses de las familias de los socios;
- los socios que se manifiestan a través de la Reunión de Socios o Asamblea General de Accionistas, a los que caben las decisiones que impactan los destinos de la organización;
- el Consejo de Administración, como órgano central del Gobierno Corporativo;
- El Consejo Fiscal, como órgano de fiscalización de los accionistas;
- la Auditoría independiente;

- ligados al Consejo de Administración como órgano de apoyo al Consejo Consultivo y a los Comités de Auditoría, de Recursos Humanos, de Remuneración, de Defensa del Cliente y de Riesgo;
- la Auditoría Interna, ligada al Comité de Auditoría;
- la Gestión, con el director-presidente como principal ejecutivo de la empresa;
- y,
- los demás directores y administradores como ejecutivos de la empresa.

3.2.1. Consejo de Familia

De acuerdo con Oliveira (2006), el Consejo de Familia debe hacer parte de la estructura del Sistema de Gobierno Corporativo, cuando una o varias familias son propietarias de la empresa. Existe (ÁLVARES, GIACOMETTI & GUSSO, 2008, p. 166) *“para cumplir el papel de fortalecer a la familia y sus valores, así como alinear sus intereses y propósitos con relación a los negocios, a la sucesión, a las relaciones de la familia con la empresa y a las formas de tratar los conflictos”*. Para estos mismos autores el Consejo de Familia es el fórum democrático en el que la familia se encuentra en condiciones de igualdad, con voz activa y tiene como objetivo la manutención de los negocios de dicha familia y la defensa de sus valores y tradiciones.

Oliveira (2006) sugiere que la familia se sitúe en la empresa como parte del Consejo de Administración y que se involucre directamente en las principales cuestiones estratégicas de la empresa o como un órgano independiente del Consejo de Administración, posición que sugiere el IBGC (2010), actuando como un contrapunto del Consejo de Administración y mejorando la calidad del proceso decisorio.

Entre las principales atribuciones del Consejo de Familia se destacan (IBGC, 2010):

- definir y acompañar la planificación estratégica de la empresa y establecer los límites entre los intereses familiares y empresariales;

- preservar los valores, tradiciones y cultura de la familia;
- definir criterios para la protección patrimonial, el crecimiento de la empresa, diversificación y administración de los bienes;
- creación de mecanismos de protección a la sociedad familiar en previsión de que el grupo familiar pueda adquirir y mantener la empresa en caso de salida de socios;
- planificación y educación continuada en la familia para la sucesión, transmisión de bienes y herencia;

Oliveira (2008) añade que cabe al Consejo de Familia actuar en la definición y en el acompañamiento de decisiones importantes, como la indicación de miembros del Consejo de Administración y el Consejo Fiscal; indicación de los directores ejecutivos; deliberar sobre las reestructuraciones organizacionales, modelo de gestión, remuneraciones de consejeros y ejecutivos; y, evaluación de resultados parciales y globales del grupo familiar.

Es importante destacar, de acuerdo con el IBGC (2010) que el Consejo de Familia no se confunde con el Consejo de Administración, pues éste se centra en la organización y el primero en la estructura familiar de los propietarios.

3.2.2. Asamblea General/Reunión de los Socios:

La reunión de los socios, según Álvares, Giacometti & Gusso (2008), es el instrumento mediante el que se deciden las cuestiones de mayor relevancia para las empresas y obedece a los dictámenes del contrato social, del Código Civil o de normas legales aplicables. Los socios pueden optar para tomar decisiones, tanto por la reunión de socios como por la asamblea general para las deliberaciones, lo que le confiere validez jurídica, excepto para sociedades con diez o más socios, en las que la asamblea general se torna obligatoria.

La Asamblea General, de acuerdo con Andrade & Rossetti (2004), es el órgano soberano de la sociedad y el fórum en el que se discuten las principales cuestiones relacionadas con la empresa.

De acuerdo con el (IBGC, 2010) es competencia de la Asamblea General:

- aumentar o reducir el capital social y reformar el Estatuto o Contrato Social;
- elegir y destituir a consejeros de administración y fiscales;
- recibir la prestación de cuentas de los administradores y evaluar las demostraciones financieras;
- deliberar sobre transformación, fusión, incorporación, disolución y liquidación de la sociedad, así como sobre la evaluación de bienes que puedan integrar el capital social; y,
- aprobar la remuneración de los administradores.

Oliveira (2006) enumera ítems que, de acuerdo con la Comisión de Valores Mobiliarios (CVM), son de elevada importancia en lo que dice respecto a la Asamblea General:

a. En cuanto a la forma de convocación y pauta de la Asamblea General, se debe realizar en fecha y hora que no creen obstáculos para la participación de los accionistas. La convocatoria, además de especificar la identificación del local y la fecha y hora, debe contener la descripción exacta de los asuntos que se vayan a tratar;

b. En cuanto al plazo de convocación de la Asamblea General, tratándose de asunto complejo, la convocatoria debe anteceder a la asamblea, por lo menos en 30 días. Sin embargo, en caso de que las empresas negocien con ADR (American Depositary Receipt) y DR (Global Depositary Receipt), deben convocar la asamblea con un mínimo de 40 días de antelación;

c. En cuanto a los acuerdos de los accionistas, deben ser del conocimiento de los demás accionistas y su contenido debe ser accesible a todos ellos, de manera especial en aquellos acuerdos en los que la empresa intervenga.

d. En cuanto a la relación nominal de accionistas, la empresa debe dar publicidad a procedimientos patrón que faciliten al accionista la posibilidad de obtener la relación de los demás y, en caso de que posean más del 0,5%

(medio por ciento), del capital social de la empresa, ésta debe ofrecer también a los demás accionistas la dirección para correspondencia.

e. En cuanto al proceso de votación, el estatuto debe regular con claridad las exigencias para la representación de accionistas en asamblea con el objetivo de facilitar la votación, incluso cuando el socio no está presente.

La Asamblea General puede ser Ordinaria o Extraordinaria. La Asamblea General Ordinaria se convoca anualmente, de acuerdo con Andrade & Rossetti (2004), debe realizarse en los cuatro meses siguientes al cierre del ejercicio social en el que se tiene lugar la prestación de cuentas. Si hay lucro se delibera su destino y puede dividirse en forma de dividendos, realizar provisiones o nuevas inversiones. En las asambleas ordinarias se eligen los miembros del Consejo de Administración y Fiscal.

La Asamblea General Extraordinaria, según los mismos autores delibera sobre asuntos no relacionados al párrafo anterior y se convoca cuando existen motivos graves y urgentes, como reforma de estatuto, cese de administradores, transferencia de control o cuando la asamblea ordinaria se retrasa con relación a plazos estatutarios y legales establecidos.

3.2.3. Consejo de Administración

Es un lugar común entre los principales autores brasileños que tratan del Gobierno Corporativo (Coimbra, 2011; Andrade & Rossetti, 2009; Dalmácio, 2009; Correia, 2008; Silva, 2006; Silveira, 2010; Oliveira, 2006; Lodi, 2000; Silveira, 2006; Valente, 2010; Muto, 2010), destacar la importancia del Consejo de Administración para las organizaciones en sus sistemas de Gobierno Corporativo. Fama (1980); Fama y Jansen (1983a), Lipton y Lorsh y Jansen (1993), citados por Correia (2008) los consideran un instrumento clave del sistema de control de la empresa por ser el responsable de que se establezcan reglas de juego para los administradores.

De acuerdo con el Código de Mejores Prácticas de Gobierno Corporativo, el Consejo de Administración es:

“...un órgano colegiado que se encarga del proceso de decisión de una organización con relación a su dirección estratégica, es el principal componente del sistema de gobierno. Su papel es servir de eslabón entre la propiedad y la gestión para orientar y supervisar la relación de esta con las demás partes interesadas” (IBGC, 2009, p. 29).

A su vez Lodi (2000), buscando inspiración en Peter Drucker, define Consejo de Administración como la conciencia de la empresa, pues tendría la atribución de vigilar las decisiones de la dirección en el límite tenue de la ética y realizar sus elecciones desde el punto de vista del bien y del mal, de lo cierto y de lo errado, controlando las acciones de los gestores de la empresa para minimizar los problemas de agencia y alinear los intereses de los dirigentes y de los accionistas. En este mismo sentido, Valente (2010, p.1), afirma que el Consejo de Administración *“ejerce el papel de los accionistas de administrar la empresa con mayor proximidad al disminuir la distancia y la poca frecuencia de las Asambleas”*.

Del punto de vista legal, según la Ley brasileña de las Sociedades Anónimas (Ley nro. 6.404/76), que instituyó el Consejo de Administración, éste es competente obligatorio para las compañías abiertas y de acuerdo con el art. 138 de la misma Ley, tiene por finalidad orientar los negocios de la empresa por ser un órgano deliberativo. Silva (2006), lo caracteriza como órgano deliberativo, pues se manifiesta a través de la mayoría de sus integrantes reunidos, tras discusión y voto. Según Álvares, Giacometti & Gusso (2009), a pesar de que la legislación brasileña sólo obligue a la creación del Consejo de Administración en las sociedades anónimas que negocian sus acciones en bolsa, las buenas prácticas del IBGC (2010), recomiendan su creación en empresas de cualquier tipo, argumento que también respalda Coimbra (2011), por ser el consejo de administración el guardián de los objetivos del sistema de gobierno de la empresa.

El Consejo de Administración (Álvares, Giacometti & Gusso, 2008), es la autoridad máxima de la empresa después de los socios, que se manifiestan a través de la Asamblea. Según el IBGC (2010) el Consejo de Administración se

debe elegir por los socios y recibir de ellos poderes y prestarles cuentas de sus decisiones, que siempre deben ser las que mejor favorezcan a la organización, independientemente de los intereses particulares de los que indicaron o eligieron a sus miembros.

La misión del Consejo de Administración, que debe ser esclarecedora, según ÁLVARES, GIACOMETTI & GUSSO (2008, p.129), es:

“proteger el patrimonio, maximizar el retorno de las inversiones y añadir valor a los emprendimientos. Es un órgano de deliberación colegiada que representa los intereses de todos los accionistas y actúa como instancia de evaluación, control, decisión y orientación para agregar valor a la gestión en el día a día de la organización”.

Para Andrade & Rossetti (2009), la misión está relacionada con la protección y valorización del patrimonio tangible e intangible de la empresa, así como la preservación de los valores y creencias de la organización y con el ejercicio de acompañamiento y evaluación de la dirección ejecutiva. A su vez, el IBGC, añade a esta misión el papel de:

“valorar la organización, optimizar el retorno de la inversión a largo plazo y buscar el equilibrio entre los anhelos de las partes interesadas (shareholders y demás stakeholders), de modo que cada uno reciba el beneficio apropiado y proporcional al vínculo que posee con la organización y al riesgo al que está expuesta” (IBGC, 2010, p. 29)

Oliveira (2006) afirma que la misión del Consejo de Administración es su razón de ser y debe indicar de forma general a quien atienda sus expectativas explicitadas e incorporadas por la organización.

Andrade & Rossetti (2009) afirman que, a pesar de que el Consejo de Administración deba someter a la Asamblea General las decisiones que toman y que causan impactos significativos en la empresa, el Gobierno Corporativo se ejerce a partir de las decisiones de este Consejo. Sus atribuciones, por causa de la representación que ejerce en nombre de los propietarios, controladores, minoritarios, consejeros externos y representantes de otras partes interesadas, incluye la formación del Comité de Auditoría y la contratación de la Auditoría

Independiente, así como de otros comités creados en función de las particularidades de cada organización.

Berle y Means (1967), Jensen y Mckling (1976); y el Cadbury Report (1982), citados por Ribeiro (2009), afirman que el Consejo de Administración es el responsable de toda acción de Gobierno Corporativo y tiene entre sus atribuciones la definición de los objetivos de la empresa, el ejercicio de liderazgo que permite alcanzar estos objetivos, la supervisión del trabajo de los gerentes y la prestación de cuentas de todo a los accionistas.

Coimbra (2011), citando Bateman & Snell (2006) aclara que el Consejo de Administración, una vez elegido, deberá supervisar la organización y tomar decisiones estratégicas y sus atribuciones suponen tres grandes grupos de actividades:

- contratar, evaluar y cesar al principal ejecutivo;
- definir y evaluar la dirección estratégica y financiera de la empresa; y,
- asegurar la conducta ética y sostenible de la empresa.

El IBGC (2010) define como las principales responsabilidades del Consejo de Administración cualquier discusión, deliberación y control de decisiones que abarquen los siguientes asuntos:

- estrategias;
- estructura de capital de la empresa;
- definición del nivel de riesgo considerado aceptable para el negocio de la empresa;
- fusiones y adquisiciones;
- contratación, cese, evaluación y política de remuneración del ejecutivo principal;
- elección y evaluación de la auditoría independiente;
- sucesión de los consejeros y ejecutivos;

- prácticas de Gobierno Corporativo;
- relación con públicos interesados;
- controles internos;
- gestión de personas; y,
- código de conducta ética.

Lodi (2000) incluye entre las competencias del Consejo de Administración, además de las citadas por el IBGC, la fijación y orientación general de los negocios de la empresa; la fiscalización de la gestión de los directores; la convocación de la asamblea general cuando lo juzgue conveniente; definición de directrices, políticas y objetivos básicos a medio y largo plazo; evaluación periódica del desempeño de la sociedad; aprobación de la política de financiamiento y de endeudamiento de la empresa; y, la aprobación de la política de relaciones con las controladas, subsidiarias y asociadas.

Coimbra 2011 *apud* Guerra (2009) clasifica las actividades del Consejo de Administración en tres grandes grupos: actividades de control, actividades de dirección y actividades de servicio.

En las actividades de control estarían incluidas las atribuciones referentes a aspectos tales como contratación y cese, evaluación, remuneración, control, responsabilidad y supervisión de los principales ejecutivos, además de actividades relacionadas a los riesgos de la empresa y la auditoría independiente, como la selección y sustitución de auditores.

En las actividades de dirección estaría incluida la toma de decisiones sobre estrategia de la empresa, sobre adquisiciones o participaciones en otras empresas, desinversión y estructura de capital; liderazgo de los asuntos relacionados con el Gobierno Corporativo; aprobación del código de conducta y regimiento interno del Consejo de Administración.

En las actividades de servicio estarían incluidas atribuciones relacionadas con el establecimiento de contactos que el Consejo de Administración debe tener con la red externa de relaciones, en los que debe buscar beneficios para la

empresa; orientar y aconsejar al ejecutivo principal; y, representar a la empresa cuando sea necesario.

Oliveira (2006) atribuye al Consejo de Administración las responsabilidades inherentes, entre otras: la distribución de poder entre los directores, las respectivas áreas de actuación; aprobar el plan de metas propuesto por la dirección; establecer y homologar el plan de auditoría; aprobar y acompañar la ejecución presupuestaria y de proyectos; aprobar las diversas políticas de gestión de la empresa, como marketing, finanzas, de remuneración y de personas; evaluar el desempeño de la administración y de las auditorías; y , revisar los informes anuales de auditoría y de gestión.

El IBGC añade aún como responsabilidad la supervisión continua de la gestión de la organización con relación a los negocios, riesgos y personas y aclara también que el Consejo de Administración no debe interferir en asuntos operacionales; sin embargo, tiene libertad para solicitar cualquier información que juzgue oportuna en el cumplimiento de sus funciones.

Respecto a la actuación del Consejo de Administración, el Código de las Mejores Prácticas de Gobierno Corporativo (IBGC, 2010), abre tres tópicos especiales en los que trata de la gerencia de riesgos, de la sostenibilidad y de la política de portavoz.

El Consejo de Administración debe buscar la certeza de que la Dirección de la empresa es proactiva, a través de un sistema de informaciones con relación a los principales riesgos a los que se encuentra expuesta y en qué probabilidad pueden ocurrir, así como las medidas que se adopten para su control y mitigación.

La sostenibilidad está relacionada con el ciclo de vida organizacional y torna la empresa perenne a lo largo del tiempo. El Consejo de Administración “*debe incorporar y asegurarse de que la Dirección también lo hace, consideraciones de orden social y ambiental y la definición de los negocios y de las operaciones*” (IBGC, 2010, p.31), así como verificar si esta postura se expande

a través de los contratos o acuerdos que la empresa realiza en todos sus negocios.

Cabe al Consejo de Administración aprobar la política de portavoz para evitar contradicciones entre los ejecutivos que se pronuncian en nombre de la empresa. Este papel de portavoz lo debe ejercer el director de relaciones con los inversores.

La composición del Consejo de Administración, de acuerdo con Giacometti & Gusso (2008), sufre la influencia de varios factores que determinan su tamaño y el número de componentes que debe tener, que varía en función de la experiencia de sus integrantes, la representación de los accionista controladores y minoritarios, la amplitud de los negocios de la empresa, la estructura jurídica, la efectividad de las discusiones y la necesidad de tomar decisiones colegiadas. El IBGC (2010) añade, además de estas, la complejidad de las actividades que se desarrollan, el ciclo de vida en el que la organización se encuentra y la necesidad de crear comités.

Como las decisiones del Consejo son colegiadas, éste debe (IBGC, 2010) reunir competencias que abarquen, entre otros, la experiencia y la participación de los consejeros en otros Consejos de Administración; experiencias generales como ejecutivo sénior; experiencia en la gestión de personas, de cambios, de crisis y de riesgos; y, conocimientos del negocio de la empresa, conocimientos jurídicos, contables y financieros.

El profesional, para actuar como consejero, según el IBGC (2010), debe, por lo menos, presentar las siguientes habilidades, competencias y atributos:

- alineamiento perfecto con los valores de la organización, los implícitos y los explícitos del Código de Conducta;
- capacidad moral, intelectual y técnica para ofrecer la defensa de su punto de vista;
- tener disponibilidad de tiempo para participar de compromisos asumidos con la empresa, sabiendo que van mucho más allá de la mera participación en

reuniones, que se deben realizar lecturas previas y que es necesario interesarse por los asuntos en pauta y estar apto para defender los valores y el patrimonio de la organización;

- estar motivado con la función para poder superar barreras y no permitir que la vanidad interfiera en su desempeño;
- tener una visión estratégica, con capacidad de análisis de los puntos fuertes y débiles, las amenazas y las oportunidades de la organización;
- conocer las mejores prácticas de Gobierno Corporativo;
- capacidad de trabajar en equipo, pues el Consejo siempre actúa en conjunto, entendiendo que la decisión colegiada se sobrepone a la opinión personal;
- capacidad de leer, entender, interpretar informes y plantillas gerenciales, además de demostraciones contables y financieras;
- tener la percepción del riesgo que la empresa puede aceptar; y,
- tener un conocimiento general del conjunto de norma jurídicas, y, especialmente, la legislación societaria y la relativa al negocio de la empresa.

En cuanto a dimensionar el Consejo, Lipton y Lorsh (1992), relacionan el tamaño del consejo con su eficiencia y afirman que consejos con menos de ocho integrantes tienen un buen desempeño. A su vez, en consejos con un mayor número de miembros eso no ocurre debido a los fallos que sufren las comunicaciones. Concluyen que el límite máximo debería ser de 10 consejeros. La recomendación del IBGC (2010) es que tenga por lo menos 5 y como máximo 11 consejeros. No obstante, de acuerdo con ÁLAVARES, GIACOMETTI Y GUSSO (2008, p. 130) *“las buenas prácticas recomiendan consejos compuestos por, entre cinco y nueve miembros, y en compañías con estructura accionaria más compleja podrían llegar a un número superior”*. Para Oliveira (2006), el tamaño de los Consejos de Administración apunta a una situación ideal que varía entre 7 y 15 consejeros. En Brasil, el número de consejeros varía entre 3 y 9; Muto (2010) en un trabajo realizado y publicado en la Revista Carta Capital encontró un promedio de 8,4; Telesp presentaba el

mayor número, 15 consejeros y empresas como BR Brokkers, Brasil Telecom, Lojas Americanas y otras 5. En los Estados Unidos (Oliveira, 2006) el promedio es de 14 y en Francia 13 consejeros. De acuerdo con Correa (2009) y el IBGC (2010) el estatuto de la empresa deberá establecer un número mínimo y máximo de consejeros, el proceso de selección, así como la sustitución de miembros y de su presidente.

Álvares, Giacometti & Gusso (2008) y el IBGC (2010) afirman que de acuerdo con el vínculo que el consejero tiene con la organización, hay tres clases de consejeros: los internos, los externos y los independientes. Lo que caracteriza al consejero independiente es el hecho de tener ni de haber tenido ningún vínculo con la sociedad o parentescos con los directores, ni recibir remuneración de la empresa aparte de los honorarios de consejero o dividendos en el caso de que posean acciones de la empresa. Los consejeros externos no tiene vínculos con la empresa, pero no se consideran independientes, pues pueden ser ex directores, ex empleados, parientes de directores o controladores o ejecutivos del grupo controlador. Los consejeros internos son directores o empleados de la empresa.

El Código de Buenas Prácticas del IBGC (2010), en función de su importancia respecto al grado de confianza de las decisiones del Consejo, su integridad, así como el deseado patón ético, define como consejeros independientes a aquellos que reúnan las siguientes características:

- no poseer vínculo con la empresa, a pesar de que pueden tener participación accionaria desde que no sea relevante. Para ello, se considera relevante cuando tienen más incentivos para actuar como accionistas, en busca de los retornos esperados del valor de la acción o de los dividendos, que como consejeros, en función de la remuneración recibida;
- no ser socios controladores o miembros del grupo que tenga participación relevante o que ejerza el control, o parientes hasta el segundo grado de directores, gerentes o de miembros del grupo controlador;
- no tener vínculo de empleo desde hace por lo menos tres años como empleados, directores o consejeros de la empresa o de coligadas; y, no recibir

remuneración que no sean los honorarios de consejero, así como no que no sea la actividad de consejeros su principal fuente de renta, de la que dependan financieramente;

- no tener relación como suministradores o clientes de productos y de servicios en escala relevante con la empresa;
- no haber sido socios de firma de auditoría que haya prestado servicios para la organización en los últimos tres años;
- no estar vinculados a ningún acuerdo de accionistas, así como mantenerse independientes con relación al principal ejecutivo de la empresa; y,
- no ser miembros de entidades no gubernamentales, sin fines lucrativos que reciban ayuda financiera importante de la empresa o de partes relacionadas.

Álvares, Giacometti & Gusso (2008), recomiendan para todas las clases de consejeros algunos criterios de admisión, entre los que se destacan:

- ter integridad ética y moral, además de sintonía con los valores de la organización;
- tener disponibilidad para la actividad;
- no tener conflicto de intereses;
- conocer las mejores prácticas de Gobierno Corporativo, y,
- tener experiencia profesional como ejecutivo o consejero de otras organizaciones.

El Código de Mejores Prácticas de Gobierno Corporativo (IBGC, 2010), por causa de que las atribuciones del principal ejecutivo de la empresa y las del presidente del Consejo de Administración entran en conflicto y son complementarias, recomienda evitar que coincidan ambas funciones en una misma persona, lo que ocurre en Brasil en un 21% de las empresas (Muto, 2010), lo que se puede considerar algo relativamente común y que supone un foco de atenciones. Coombes & Wong (2004) y, Álvares, Giacometti & Gusso (2008, p. 131), consideran crítica la coincidencia de estas funciones, pues el

presidente del consejo “*es el responsable de la elección, admisión, evaluación y control del desempeño del principal ejecutivo, además de fijar su remuneración*”. ÁLVARES, GIACOMETTI & GUSSO (2008, p. 131) Mientras que el principal ejecutivo es el responsable de la gerencia de la empresa e informa y presta cuentas al Consejo, el presidente es el responsable de las acciones del Consejo. En este sentido, el IBGC (2010), recomienda que el principal ejecutivo no sea el presidente del Consejo, que ni siquiera sea miembro del mismo y que, no obstante, participe de reuniones cuando sea invitado y en esta condición. Por su parte, OLIVEIRA (2006, p.125), considera la hipótesis de que el principal ejecutivo de la empresa sea miembro del consejo al afirma que “*lo máximo que se puede admitir es que el presidente ejecutivo sea un miembro del Consejo de Administración, pero nunca su presidente o su vicepresidente*”.

Con relación al plazo del mandato, los principales autores consultados (Oliveira, 2006; Andrade & Rossetti, 2009; Álvares, Giacometti & Gusso 2008; Correia 2009) consideran que el plazo máximo de mandato no podrá exceder de tres años y la reelección solamente estará permitida tras la evaluación formal del consejero.

Otro aspecto discutido se refiere a la edad límite de permanencia en activo de los consejeros. Según Muto (2010), la edad promedio de los consejeros en Brasil es de 56 años y, de acuerdo con Oliveira (2006), apenas el 5% de los consejos de empresas limitan la edad de los consejeros en 70 años para la jubilación obligatoria. El IBGC (2010) afirma que si el consejero atesora las competencias requeridas y está debidamente cualificado, la edad se torna un factor relativo, pues la contribución del consejero en el Consejo, en la empresa y para los socios, son los criterios que deben prevalecer.

Con relación a la remuneración de los consejeros, Oliveira (2006) afirma que debe estar asociada a variables tales como el tiempo que se emplea en la preparación de las reuniones, las habilidades, competencias y perfiles que se exigen para que la función sea efectiva, además de los contactos requeridos y la exposición a riesgos en cuanto a la integridad física y moral. El IBGC (2010)

añade que la remuneración debe de contemplar también el mercado y, sin embargo, con una estructura de salarios diferente del plan salarial general de la empresa.

A su vez, la política de remuneración, además del aspecto de formalidad, requiere que los valores que se pagan a los consejeros, independientemente de su composición, se aprueben por la asamblea y que se comunique al consejero el montante de su remuneración, incluyendo el salario, bonos, beneficios en valores mobiliarios, especialmente en acciones, gratificaciones de incentivo, proyecciones salariales y eventuales contratos de consultoría.

Según Oliveira (2006) la remuneración de los consejeros en Brasil variaba de R\$ 100 a R\$ 400 mil anuales, pero que esta importancia puede llegar a los R\$ 1,3 millones con la participación eficiente en varios consejos.

Hay en la actualidad, más en los EEUU que en Brasil, consejeros profesionales que participan del consejo de varias empresas. Para el IBGC (2010), la asamblea general debe aprobar el número máximo de consejeros y comités que ocuparán los consejeros. La orientación es que el presidente del consejo solo pueda participar como máximo de dos consejos. Para los consejeros externos o independientes, podrán participar en hasta otros cinco consejos, siempre y cuando se dediquen solamente a este tipo de actividad profesional. Ejecutivos sénior, consejeros internos y el principal ejecutivo podrán participar como consejeros en apenas una organización, salvo en empresas coligadas o del mismo grupo. El presidente del consejo y el principal ejecutivo no deben asumir la presidencia del consejo de otras empresas, excepto si se trata de una empresa coligada, controlada o empresas del tercer sector.

La actuación del Consejo de Administración deberá estar pautada por acciones previstas en el regimiento interno, aprobado en reunión colegiada en la que se hagan constar las *“responsabilidades, atribuciones y medidas que se adopten en situaciones de conflicto, en especial cuando están involucrados el director-presidente y los socios”* (IBGC, 2010, p. 42). La misma claridad debe estar presente para establecer los límites de actuación del Consejo y de los consejeros.

En 2010 el IBGC publicó como parte de su serie “Cuadernos de Gobierno Corporativo”, el cuaderno número 5, en el que desarrolla un “Modelos de Regimiento Interno del Consejo de Administración”, del que debe tratar el objeto de regimiento interno; misión del consejo de administración; actuación y objetivos; competencias del consejo de administración; deberes del consejero; presidente del consejo de administración; sustituciones; normas para el funcionamiento del consejo de administración; vacancia; comunicación entre el consejo de administración y la dirección; comités especializados; interacción con el consejo fiscal; presupuesto del consejo y disposiciones generales. El objetivo de la publicación es ofrecer a las empresas un modelo de regimiento que discipline el funcionamiento de los Consejos de Administración de acuerdo con las mejores prácticas de gobierno para favorecer su implementación en las empresas.

3.2.3.1. Órgano de Apoyo y Comités del Consejo de Administración

Puesto que el Consejo de Administración es el órgano central de todas las acciones de Gobierno Corporativo, hay varios órganos ligados a él que ofrecen informaciones que darán soporte a las decisiones tomadas en la organización, integrados por órgano de apoyo y comités.

De acuerdo con la pesquisa realizada por Bridi (2010), en Brasil, el 76% de las compañías tienen comités de apoyo al Consejo de Administración.

Según OLIVEIRA (2006, p. 55), el comité se define como:

“una reunión estructurada de varias personas para emitir, por medio de discusión organizada, una opinión al respecto de un determinado asunto previamente establecido y que, nacida de debates, sea la más adecuada en un contexto específico de la empresa, así como fácilmente incorporada y adecuadamente implementada”

Con relación a la decisión, responsabilidad y autonomía de los comités, ÁLVARES, GIACOMETTI & GUSSO (2008, p. 133), afirman que los “comités

no tiene autonomía para tomar decisiones y sí para facilitar el trabajo del consejo presentando pareceres y ofreciendo recomendaciones". Según el IBGC (2010), el hecho de crear un comité no significa delegación de responsabilidades que compiten al Consejo de Administración, sino el ejercicio profundo de varias actividades inherentes al Consejo de Administración que se discuten mejor en pequeños grupos de personas: el comité.

Generalmente los comités están formados por tres o más personas y están integrados normalmente apenas por consejeros; una de estas personas es el presidente del comité. Los comités también pueden estar integrados por no consejeros, sin embargo, se debe tener cuidado de que la mayoría de sus integrantes sea consejeros y su presidente un consejero independiente. En caso de que los consejeros no sean especialistas en el asunto en discusión, se puede invitar a especialistas externos. El IBGC (2010) enfatiza, que los comités de Auditoría y Recursos Humanos, donde ocurren muchos conflictos de intereses, se debe dar preferencia para su composición, exclusivamente a miembros independientes del Consejo.

Los comités se crean con el objetivo de facilitar el trabajo del Consejo de Administración y su creación, atribuciones y objetivos deben estar previstos en el contrato social o regimiento de la empresa.

Como órgano de apoyo, Oliveira (2006) y el IBGC (2010), citan el Consejo Consultivo y como comités, el de estrategias, auditoría, ética y capacitación ejecutiva.

De acuerdo con Álvares, Giacometti & Gusso (2008), los comités más comunes, según pesquisas realizadas en las páginas web de las empresas son los de auditoría, de recursos humanos y de remuneración, de estrategia, finanzas y ética. Andrade & Rossetti (2004) citan los comités de remuneración, auditoría, finanzas, estrategia, recursos humanos y tecnología de la información. Coimbra (2008) cita los comités de auditoría, de riesgo y de remuneración.

De acuerdo con IBGC (2010), los principales comités son los de Auditoría, Recursos Humanos, Defensa del Cliente, auditoría interna y relación con los inversores.

3.2.3.2. Consejo Consultivo:

El Consejo Consultivo, según OLIVEIRA (2006, p. 53),

“es la formación estructurada y coordinada de consultores que trabajan de forma interactiva para impulsar los resultados de la empresa, así como proporcionar una mayor amplitud de actuación del Consejo de Administración y del Gobierno Corporativo”.

Según el mismo autor, las principales actividades inherentes a los Consejos se refieren a la planificación estratégica, marketing empresarial, análisis y desarrollo de negocios, sistemas de informaciones e informes de excepción; desarrollo organizacional, controles en general, legislación fiscal y tributaria, entre otros.

Los miembros del Consejo Consultivo deben tener un conocimiento elevado en un área de especialización y *“es válido considerar la hipótesis de que haya algunos participantes invitados, grandes conocedores de otros campos de actuación que puedan proporcionar una mayor amplitud para los debates”* (OLIVEIRA, 2006, p. 54).

3.2.3.3. Comité de Auditoría

El Comité de Auditoría se sustituye por el consejo de administración, que es el responsable de la supervisión de los informes y la divulgación de informaciones, financieras o no, para las partes interesadas (IFC, 2010).

De acuerdo con la pesquisa realizada por Bridi (2010), el 48% de las compañías brasileñas poseen comités de auditoría.

Según el IBGC, se recomienda la creación del Comité de Auditoría para analizar las demostraciones contables y financieras,

“promover la supervisión y la responsabilidad del área financiera, garantizar que la Dirección desarrolle controles internos confiables [...]”

que la auditoría interna desempeñe satisfactoriamente su papel y que los auditores independientes evalúen, por medio de su propia revisión, las prácticas de la Dirección y de la Auditoría Interna” (IBGC, 2010, p. 49).

También se debe prestar atención al cumplimiento del Código de Conducta por parte de todos, ejerciendo el papel en caso de ausencia, sustituyendo o complementando al Comité de Ética.

El Comité de Auditoría fue incluido por el Informe Cadbury (1992), como elemento nuclear del sistema de control para darle autoridad explícita en la investigación de cualquier asunto de su competencia y responsabilidad y dotarlo de recursos para que ningún punto cuestionado deje de ser evaluado, recurriendo, si es necesario para que se alcance su objetivo, a peritos externos para que participen de reuniones y fundamenten soluciones técnicamente.

En cuanto a la composición del Comité de Auditoría el IBGC (2010b), recomienda que conste de miembros del Consejo de Administración y de preferencia, de los consejeros independientes y que excluyan aquellos que ejerzan funciones ejecutivas y que se complemente su composición con la contratación de profesionales cualificados que actuarán como especialistas, de manera que, por lo menos, uno de sus integrantes tenga formación y experiencia en el área contable o de finanzas, además de experiencia en gestión de riesgo.

El especialista debe, según el Guía de Orientaciones para Mejores Prácticas de Comités de Auditoría (IBGC, 2010b), satisfacer algunos criterios, ente ellos se destacan:

- conocer en profundidad las atribuciones y el funcionamiento del Comité de Auditoría;
- conocer los principios contables utilizados en las demostraciones financieras publicadas en el país de origen de la empresa listada;
- tener la capacidad de aplicar estos principios en las estimativas contables, en el reconocimiento de ingresos, gastos y en la constitución de reservas;

- poseer experiencia y capacidad de supervisión en la elaboración, auditoría, análisis o evaluación de demostraciones financieras; y,
- comprender los procedimientos de control utilizados en los informes financieros.

El comité de auditoría, según Oliveira (2006), tiene como objetivo coordinar el análisis y el control de todas las prácticas de la empresa, principalmente las que incluyen aspectos contables, la conformidad legal y ética de los actos, así como presentar soluciones generales para las disconformidades que se encuentren.

Andrade & Rossetti (2010), destacan como funciones que se atribuyen tradicionalmente al Comité de Auditoría:

- supervisión de la integridad y de la calidad de las prácticas y de las demostraciones contables;
- verificación de la conformidad legal y estatutaria de los actos de la administración;
- orientación de las relaciones con analistas, mercados e inversores; y,
- detección y análisis de los riesgos relevantes.

Según el IBGC (2010b), es responsabilidad del Consejo de Administración y del Comité de Auditoría controlar las evaluaciones y recomendaciones de los auditores internos e independientes, sobre el control de riesgos, así como garantizar la prestación de cuentas de los directores con relación a los pareceres de estos auditores.

La Guía de Orientaciones para las Mejores Prácticas de Comités de Auditoría (IBGC, 2010b), enumera atribuciones inherentes al Comité para asegurar la efectiva supervisión del proceso de elaboraciones financieras, con un foco especial en los controles internos y en el riesgo. En el proceso de producción de informes destacan las siguientes actividades, derivadas de sus atribuciones:

- asegurarse de que se han providenciado todos los documentos e informes necesarios para cumplir la legislación;
- acompañar la adecuación y efectividad de la preparación, consolidación y cierre de los informes;
- verificar los controles internos adoptados en el proceso de preparación y constatar su eficiencia;
- discutir y evaluar elecciones o cambios de prácticas contables, comparándolas a las adoptadas por el mercado y por la competencia;
- evaluar los informes periódicos, verificando la consistencia de las informaciones presentadas antes de su publicación y discutir cuestiones significativas que puedan afectar a su confiabilidad;
- acompañar y controlar el proceso de emisión de publicaciones en cuanto a su legalidad, integridad, tempestividad y consistencia, revisándolos previamente;
- validar el contenido, el alcance y la claridad de las notas explicativas para que atiendan a los distintos lectores de los informes;
- controlar la transparencia, integridad y calidad de las informaciones que constan en los informes y definir responsabilidades por los contenidos.

Con relación a los controles internos, según la misma Guía (2010), cabe al Comité de Auditoría supervisarlos y evaluar la cultura empresarial diseminada en lo que concierne a los controles y comprender el proceso de producción y divulgación de informes e informaciones, evaluando su eficacia para prevenir errores y combatir el fraude.

Con relación a la gestión y al control de riesgos, el comité de auditoría tiene las siguientes funciones:

- evaluar la estructura de gestión de riesgos, comparando la complejidad de la organización con las prácticas del mercado;
- evaluar la actuación de la dirección en la gestión de riesgos, verificando la adecuación de su actuación y el proceso de control de los riesgos.

- establecer contacto permanente con comités del Consejo de Administración y demás comités para compartir los riesgos;
- evaluar si los sistemas electrónicos de informaciones, que se crean para ofrecer mayor agilidad, seguridad y control de los procesos, están provocando riesgos adicionales para la organización y verificar si poseen “*back up*”; si los sistemas de acceso están controlados; si hay barreras contra las invasiones; si registran el movimiento de personal de inmediato y si aseguran la integridad y el sigilo de los negocios de la empresa;
- supervisar la gestión de riesgos evaluando si la empresa tiene un plan de contingencia y, si lo hay, si ha sido probado, incluso con un test de estrés;
- entender y controlar la forma que el ejecutivo principal y el director financiero utilizan para evaluar los controles internos y minimizar los riesgos;
- verificar si es de conocimiento de la dirección y de los auditores, si saben de la existencia de fraudes y de errores cometidos por trabajadores y si hay un seguimiento de los principales riesgos que afectan a la organización.

El cumplimiento de leyes, normas y reglamentaciones, de acuerdo con la misma Guía, debe ser por medio de procesos estructurados para:

- evaluar el cumplimiento por la organización y la implicación de la dirección en busca del cumplimiento de las leyes, normas y reglamentos;
- acompañar y evaluar la actuación de los órganos reguladores y posicionar la empresa sobre el asunto; y,
- evaluar la necesidad de comunicar a los órganos reguladores y de supervisión los incumplimientos de normas que se identifiquen.

Es importante también la participación del Comité de Auditoría en la selección, contratación y sustitución de la auditoría independiente. De acuerdo con Oliveira (2006) las auditorías independientes han prestado una importante contribución a las organizaciones, principalmente a través del Consejo Fiscal. Cabe el Comité de Auditoría, como integrante del Consejo de Administración, de acuerdo con el IBGC (2010b”, p.29), “*la responsabilidad de la evaluación y*

de recomendar los criterios que se deben adoptar para seleccionar la firma que se contrate para realizar el trabajo de auditoría independiente". El comité también debe asumir la responsabilidad de evaluar las actividades de la auditoría independiente y también de los trabajos de no auditoría.

En la auditoría interna, que es un órgano de la dirección ejecutiva (Andrade & Rossetti, 2004), y que, según Oliveira (2006), desempeña el papel más noble de la auditoría porque verifica si los procesos, metodología y técnicas administrativas están de acuerdo con los principios aceptados por la Ley y si están en conformidad con los parámetros establecidos por la empresa, el IBGC (2010b) recomienda que el Comité de Auditoría tenga poderes para el desempeño de su misión, asegurando que los trabajos se lleven a cabo de acuerdo con las mejores prácticas, observando las normas internas aplicables, los informes sobre las actividades de auditoría interna del periodo, los procesos utilizados y los recursos humanos y los planes para reclutar y entrenar al personal de auditoría interna.

Debe también el Comité de Auditoría evaluar al final del periodo el plan de la auditoría interna propuesto para el periodo siguiente analizando si aborda los principales riesgos y si existe coordinación de los trabajos con la auditoría independiente, celando por la independencia de la auditoría interna.

Finalmente, cabe aun al Comité de Auditoría acompañar el canal de denuncias y asegurarse de que se implementen mecanismos para recibir, retener y tratar informaciones y denuncias y garantizar el sigilo y el anonimato; y acompañar el cumplimiento del código de conducta.

3.2.3.4. Comité de Recursos Humanos

El Comité de Recursos Humanos, de acuerdo con el Código de Mejores Prácticas de Gobierno Corporativo (2010), tiene como atribuciones asuntos relativos a la sucesión, a la remuneración y al desarrollo de personas, así como, en el examen de los criterios utilizados por la organización atraer, captar, retener, desarrollar y cesar a ejecutivos y evaluar las políticas incluidas en su remuneración.

Tal como ocurre en el comité de auditoría, en vista de los conflictos de intereses que por ventura pudieran tener lugar, se debe constituir con miembros independientes del consejo, de preferencia, pero que tengan conocimientos específicos de recursos humanos y de remuneración. Cabe al Comité de Recursos Humanos analizar los mecanismos de remuneración de los consejeros y enviarlos a la asamblea para su aprobación; evaluar y supervisar las prácticas y procesos de sucesión en todos los niveles de la organización; apoyar al presidente del Consejo en la elaboración y revisión de la evaluación anual de los ejecutivos, así como proponer un perfil descriptivo de las habilidades y competencias que se desean en los consejeros.

A pesar de la importancia del Comité de Recursos Humanos, de acuerdo con la pesquisa realizada por Bridi (2010), apenas el 45% de las compañías brasileñas tienen en la estructura del Consejo de Administración el comité de recursos humanos, de personas u otros con nombre similar.

3.2.3.5. Comité de Remuneración

El comité de remuneración tiene por objetivo fijar las políticas de remuneración y beneficio de los ejecutivos.

Según Coimbra (2011), el comité de remuneración adquirió más importancia después de la crisis mundial de 2007 y, el mismo autor, citando a Randolph-Williams (2010), afirma que en la gestión de riesgos el comité de remuneración debe prestar atención especial para no motivar, a través de participación en los lucros, que los ejecutivos asuman riesgos excesivos con el objetivo de aumentar sus salarios con las participaciones; estos riesgos pueden llegar a afectar la viabilidad estratégica de la empresa.

De acuerdo con Andrade & Rossetti (2004), la definición del modelo de remuneración para la dirección ejecutiva está ligada a los propósitos del Gobierno Corporativo, que a su vez se relaciona con los costes de agencia y la asimetría de informaciones entre accionistas y gestores. Para alcanzar los propósitos de la organización en lo que se refiere a los criterios de

remuneración de los ejecutivos, los mismos autores citan algunas reglas básicas:

- creación de un Consejo de Remuneración constituido preferentemente por consejeros accionistas y “*outsiders*” independientes, que deberán establecer los parámetros negociales del modelo de remuneración entre el ejecutivo principal, el comité y el consejo;
- vinculación de este modelo de remuneración al desempeño de la empresa, a corto, medio y largo plazo;
- nivel de los costes/beneficios de agencia bajo la óptica del accionista y de los gestores, y,
- relación con los modelos de mercado.

De acuerdo con Landsberg (in Coimbra, 2011), el comité de remuneración tiene entre sus atribuciones asegurar que la remuneración de los ejecutivos sea apropiada y justa; que la remuneración, sumada a los beneficios consiga atraer, motivar y retener a los talentos en la organización para que pueda alcanzar sus objetivos.

El Código de Mejores Prácticas de Gobierno Corporativo (IBGC, 2010), no incluye entre las sugerencias para la creación de comités el de remuneración, apenas contempla el comité de recursos humanos, que cuenta entre sus miembros con altos ejecutivos en la política de recursos humanos de la empresa. Se cree que en empresas menores ambas atribuciones puedan realizarse en conjunto, pero en empresas mayores es conveniente esta separación.

3.2.3.6. Defensa del Cliente y Canal de Denuncias

Formalmente, la organización deberá, de acuerdo con el IBGC (2010), establecer un canal propio que favorezca la recepción de denuncias, opiniones, críticas y reclamaciones de las partes interesadas y permitir que este proceso tenga lugar sin exponer al colaborador para garantizar la confidencialidad y

ofreciendo mecanismos que promuevan la efectiva apuración de los hechos y adoptar medidas eficientes.

Todo ello se debe dirigir al Consejo de Administración para dotar de mayor transparencia a la relación de la organización con las partes interesadas.

3.2.3.7. Comité de Riesgo

Tras las crisis de 2007, se contempló en las organizaciones la posibilidad de implantar comités de riesgos para apoyar al Consejo de Administración. Atkinson (2008), citado por Coimbra (2011), afirma que en muchas organizaciones los comités de auditoría o de finanzas vigilan el riesgo. Para la misma autora, estos comités ya poseen muchas atribuciones y no tienen condiciones de desempeñar con efectividad esta responsabilidad y, citando a McCarthy y Flynn (2004), que:

"recomiendan la creación de un comité de riesgo para cuidar de las cuestiones relativas a los riesgos de forma general, mientras que el comité de auditoría debe ser el responsable de aspectos de riesgo relacionados con las demostraciones contables y financieras" (in COIMBRA, 2011, p.96).

El IBGC (2007) editó un Cuaderno de Gobierno Corporativo intitulado "Guía de Orientación para la Gerencia de Riesgos Corporativos", con el objetivo de ofrecer informaciones prácticas que contribuyan con el proceso de Gobierno Corporativo de las organizaciones y recomendar la implantación efectiva de modelos de gerencia de los riesgos, sugiriendo las implantaciones de actividades incluidas en la gerencia de riesgos, que deben contribuir para la perennidad de las empresas.

Coimbra (2011) consolidó en una tabla las actividades del Comité de Riesgos con base en varios autores (Aldred, 2003; Andrade & Rossetti, 2004; Atkinson, 2008; Bates y Leclerc, 2009; Beasley et al, 2009; Bratanovic, 2009; Guerra, 2009b; IBGC, 2007a; IBGC, 2009b; Lam, 2009; Lindorff, 2010; McCarthy y Flynn, 2004; Mongiardino y Plath, 2009; y, Sobel y Reding, 2004), que definen como principales actividades del Comité de Riesgos:

- auxiliar al Consejo de Administración en lo respecto a la filosofía de gobierno y gestión de riesgo;
- favorecer que el Consejo de Administración reconozca todos los riesgos inherentes al negocio en el que actúa, tanto estratégicos como financieros y operativos y contribuir en su identificación, evaluación y control;
- recomendar al consejo el perfil y tolerancia a los riesgos que la empresa puede asumir;
- coordinar en la organización los demás comités para que haya un tratamiento y visión compartida de la gestión de riesgos y de controles internos, de acuerdo con la complejidad del negocio de la organización, con el mercado y con las exigencias legales;
- verificar si la dirección posee el esquema del conjunto de riesgos del negocio de la empresa;
- asegurar que se definan en la organización los responsables del control de cada riesgo relevante y que dichos riesgos se están gestionando adecuadamente;
- verificar si la empresa posee liquidez suficiente para sobrevivir en situaciones de grandes crisis;
- evaluar la adecuación de los sistemas de informaciones utilizados bajo los aspectos de seguridad, continuidad, backup, niveles de acceso, sigilo y protección contra invasiones;
- evaluar la adecuación del plan de contingencia y verificar si se pone a prueba periódicamente en condiciones de estrés;
- comprender el sistema de remuneración adoptado para verificar si hay incentivos inadecuados que puedan comprometer la organización;
- verificar si es del conocimiento de la cúpula o de las auditorías la existencia de irregularidades e ilegalidades cometidas por empleados y cuáles son las medidas que se adoptan; y,

- definir el contenido y la frecuencia de los informes de gestión de riesgos recibidos de las diversas áreas.

La gerencia de riesgos, según el IBGC (2010) es responsabilidad del Consejo de Administración, pues el comité está formado por sus integrantes y debe estar seguro de que la dirección identifica los principales riesgos a los que la firma se encuentra expuesta, así como las medidas y planes adoptados para la prevención y minimización de sus efectos.

Se considera riesgo, según el IBGC (2007), la posibilidad de que una acción de la empresa no obtenga el resultado deseado o que fracase. Ello incluye la cuantificación y la cualificación de la incerteza; este riesgo es inherente a cualquier actividad y puede ser de naturaleza personal, profesional u organizativa y conllevar la pérdida de bienes u oportunidades.

Para que la aplicación del concepto de riesgo sea posible, la organización debe utilizar indicadores de desempeño con el objetivo de mensurarlo como flujo de caja, valor de mercado, reclamación de clientes, quiebras operativas, fraudes, entre otros.

En el control de riesgo, el IBGC (2007) sugiere la implantación de un Modelo de Gerencia de Riesgo Corporativo (GRCorp), que podrá aportar beneficios a la empresa, como la preservación y el aumento de su valor; el aumento de la transparencia con relación a los riesgos para los públicos interesados; y, la mejoría del modelo de gobierno.

3.2.4. Auditoría Interna

Según Andrade & Rossetti (2010, p.269), *“la auditoría interna no se destaca habitualmente como un órgano interno de gobierno, sino como uno de los servicios de apoyo de la Dirección Ejecutiva”*, sin embargo, se debe destacar su participación en los órganos de gobierno y del ambiente de auditoría y control, lo que la torna relevante para la *“compliance”* de la organización, pues responde por el alineamiento a las normas internas y al cumplimiento de las normas externas derivadas del aparato legal.

La auditoría interna controla y evalúa la adecuación del:

“ambiente de controles internos y de las normas y procedimientos establecidos por la gestión. Cabe a esto auditores actuar proactivamente en la recomendación de la perfección de los controles, de las normas y de los procedimientos, de acuerdo con las mejores prácticas de mercado” (IBGC, 2010, p. 48).

El BGC alerta que en el caso de tercerización de esta actividad se debe prestar atención para que los servicios de auditoría interna no se ejecuten por la misma empresa que presta los servicios de auditoría independiente y, sin embargo, los auditores internos podrán colaborar con los externos.

Para el IBGC (2010), la auditoría interna tiene atribuciones que van mucho más allá de detectar irregularidades, pues incluyen los alineamientos con la estrategia de la organización, mejoras de los procesos y prácticas efectuadas a partir del aprendizaje del ambiente de control.

De acuerdo con Oliveira (2006), la práctica de los profesionales de auditoría interna requiere que sus auditores:

- revisen la integridad y la confiabilidad de las informaciones financieras y operativas de la organización, así como la metodología utilizada en la identificación, mensuración y clasificación de estas informaciones;
- analicen la confiabilidad de los sistemas para sintonizarlos con aspectos políticos, legales y reglamentarios que puedan causar impacto en la elaboración de los informes;
- cuiden los intereses de la organización, de manera especial en lo que respecta a la protección de sus activos;
- evalúen la efectividad de los recursos utilizados; y
- evalúen la compatibilización de los programas para garantizar resultados consistentes con los objetivos y metas de la empresa.

3.2.5. Auditoría Independiente

La actividad de auditoría independiente está regulada en Brasil, de acuerdo con Álvares, Giacometti & Gusso (2008), por la Ley de Sociedades por Acciones,

por la Comisión de Valores Mobiliarios y por la Bovespa. En los EEUU por la SEC (Securities and Exchange Commission), que regula el mercado y que sirve de marco para legislaciones en diversos países que sintonizan con aquella para poder tener acceso a los mercados globales.

Según el IBGC (2010), todas las empresas deben tener sus demostraciones financieras auditadas por un auditor externo y, de acuerdo con Álvares, Giacometti & Gusso (2008), la actividad de auditoría independiente es obligatoria para las empresas de capital abierto; las del sector financiero, como bancos, correctoras y distribuidoras de valores; empresas que gestionan actividades relacionadas al sistema inmobiliario, como constructoras y promotoras; y empresas aseguradoras y de capitalización, así como empresas semejantes a estas.

Según Oliveira (2008), el Consejo de Administración debe contratar la auditoría independiente que tiene la obligación de prestarle cuentas, excepto si hubiera un comité de auditoría, al que se reporta en ese caso. Para Andrade & Rossetti (2004), los miembros del comité de auditoría independiente, en términos de cualificación deberán conocer los negocios de la empresa, tener intimidad con las normas contables y de formulación de informes financieros y de auditoría; experiencia en la gerencia de riesgo; independencia, transparencia, franqueza; y pro actividad en las comunicaciones con el consejo de administración.

Para ÁLVARES, GIACOMETTI & GUSSO (2004, p. 153) con el objetivo de *“evitar conflictos de intereses, los auditores independientes no deben ser miembros de consejos fiscales y se deben contratar por periodos predefinidos”* De acuerdo con el IBGC (2010) en busca de la independencia de la auditoría, los auditores se deberán contratar por un periodo predefinido y podrán recontractarse tras una evaluación formal, siempre que se observen las normas en vigor. Según la CVM no pueden prestar servicios para un mismo cliente por un periodo igual o superior a cinco años y se exigen un intervalo mínimo de tres años para su recontractación.

Las empresas de auditoría, si se renuevan después de cinco años deberán tener su contrato de trabajo aprobado en asamblea y comprobar la sustitución de los principales auditores que auditaron la empresa para que lo expuesto en el párrafo anterior se pueda cumplir.

Según el IBGC (2010) el auditor independiente está obligado a comprobar anualmente su independencia con relación a la organización en la que presta sus servicios por escrito ante el Comité de Auditoría o, cuando no lo haya, al consejo de Administración.

Para la contratación del auditor independiente, afirman Andrade & Rossetti (2004), se deben cumplir algunas exigencias, entre las que destacan:

- independencia profesional – comprobándose la ausencia de cualquier otra relación del auditor con la empresa, incluyendo consultorías y asesorías;
- independencia financiera – se recomienda que el auditor, de preferencia, no dependa del contrato para sobrevivir o que la dependencia sea pequeña con relación al contrato con la compañía auditada;
- capacitación - el auditor debe comprobar competencia técnica certificada, en Brasil, por el Instituto de los Auditores Independientes y en otros países por un órgano equivalente;
- actualización – el auditor debe estar en sintonía con los cambios de las leyes, instrucciones normativas y con los instrumentos contables alternativos que sean más eficaces como herramientas de verificación.

Según Oliveira (2006), la auditoría independiente evalúa la calidad y la eficiencia de los auditores internos a través del análisis de la conformidad de los resultados de los trabajos que desarrollan a través de la asistencia directa en asuntos relacionados con los controles.

Para ÁLVARES, GIACOMETTI & GUSSO, (2008, p. 153), la auditoría independiente:

“es una actividad que utiliza procedimientos técnicos específicos, con la finalidad de velar por veracidad y confiabilidad de las informaciones que constan en las demostraciones financieras y las notas explicativas emitidas por las empresas”.

Según el IBGC (2010) es una tarea inherente el trabajo de la auditoría independiente revisar y evaluar los controles internos de la empresa, tarea que se debe expresar en un informe de recomendaciones sobre posibles mejoras de los controles internos.

Andrade & Rossetti (2004) afirman que las principales funciones y responsabilidades de la Auditoría Independiente son las siguientes:

- verificación de conformidades: verificar si las demostraciones financieras presentadas están en conformidad con las demostraciones contables auditadas;
- actuación ante errores e irregularidades: elaborar y dirigir a la administración las deficiencias de los controles internos y recomendar los procedimientos para la corrección de los errores o irregularidades encontradas;
- identificación de preocupaciones relevantes: informar al Comité de Auditoría, o cuando éste no exista al Consejo de Administración sobre las deficiencias relevantes y los riesgos relacionados al tratamiento contable, así como las discordancias en cuanto a métodos y criterios adoptados por la empresa.

De acuerdo con el IBGC (2010), el auditor independiente deberá manifestar con claridad,

“si las demostraciones financieras elaboradas por la dirección presentan la posición patrimonial y financiera y los resultados del periodo. En el parecer están definidas las intenciones, los trabajos efectuados, la opinión emitida y, por consiguiente, la responsabilidad asumida” IBGC (2010, p. 59)

Andrade & Rossetti (2004) elaboran, con base en Deloitte (2005), una tabla en la que constan las principales funciones y responsabilidades del auditor interno; se destacan las siguientes:

- en lo que se refiere a la evaluación del ambiente de control, deberá evaluar la auditoría interna, a propósito del alcance de su trabajo, del encaminamiento al área de riesgo, la calidad de los informes y su papel en la mejoría de los procesos. Con relación a la auditoría independiente, debe evaluar la cualificación, experiencia y recursos, niveles de materialidad y de los contenidos de los informes, nivel de responsabilidad de las informaciones, sistemas contables y de control que se deben revisar, áreas de interés particular y coordinación con la auditoría interna;
- con relación a la identificación y evaluación de riesgos, deberá definir niveles de riesgos aceptables para la empresa analizando la adecuación de los principales controles de los riesgos y estructurando programas de gerencia de riesgo con sistemas de alerta y mecanismos de reducción;
- En lo que respecta a la supervisión de la elaboración de los informes financieros, deberán instituir procesos y protocolos formales, examinar, adecuar y aprobar las prácticas contables, auxiliar a la administración en la comprensión de las demostraciones contables, identificar los incumplimientos y proponer correcciones, orientar la comunicación con analistas e inversores y orientar la producción de informes especiales.

A partir de los innumerables fraudes practicados, tanto en Brasil como en el extranjero, la auditoría independiente ha tenido su credibilidad e independencia cuestionadas en función de los desvíos de conducta que favorecieron a los gestores en detrimento de la empresa y la administración tiene sus demostraciones aprobadas sin reservas por las auditorías externas.

Según Oliveira (2006), citando el periódico "A Folha de São Paulo", de 06 de octubre de 1997, los principales fraudes cometidos por estas auditorías implican financiamientos realizados por la auditoría en la auditada y que no se pagaron; en la contratación de empleados, pues los trabajadores de la auditora son contratados por la auditada; el auditor es el responsable de la misma empresa hace muchos años, lo que influye en sus actos por la amistad que ha desarrollado; fraudes que han llamado la atención sobre estos procedimientos

y han despertado una desconfianza generalizada en los procedimientos de las empresas de auditoría y en los auditores.

Silva (2006), cita específicamente algunos de los casos que tuvieron una gran repercusión en los medios informativos, caracterizados como grandes fraudes y corrupciones que escandalizaron al mercado internacional, entre los que destacan el caso de Enron, WorldCom, Arthur Andersen, Xerox, Adelphia y Parmalat, Qwest, Duke Energy, Global Crossing, Rite Aid, Kmart, Bristol-Myers AOL, AJG, entre otros; en todos estos casos hubo manipulación de informaciones contables con lucros inflados y con el beneplácito de las auditorías. Estas empresas son las principales responsables de la crisis mundial de 2007 y ha puesto de manifiesto la necesidad de los principios de Gobierno Corporativo en las organizaciones.

3.2.6. Consejo Fiscal

Según OLIVEIRA (2006, p.64), el Consejo Fiscal “*es un importante órgano de sustentación del Gobierno Corporativo*”, ya que ayuda de forma optimizada al Consejo de Administración, a los ejecutivos y a la asamblea general en sus atribuciones. El consejo Fiscal debe ser elegido por la Asamblea General y garantiza, de acuerdo con Andrade & Rossetti (2004), la posibilidad de que los propietarios controlen la gestión, los resultados, las demostraciones contables y financieras de la compañía. Ejerce sus actividades a través de informaciones, pareceres, sugerencias y denuncias. Sin embargo, se mantiene apartado de la operación de la empresa y no ejerce ninguna actividad administrativa.

Álvares, Giacometti & Gusso (2008) aclaran que el Consejo Fiscal es por excelencia el responsable de fiscalizar la administración y debe tener carácter permanente, aunque la ley permita a la empresa su creación. Para Oliveira (2006), en términos de poder, se iguala al Consejo Fiscal, pues también informa directamente a la Asamblea General. No obstante, el Consejo de Administración debe prestar cuentas de algunos de sus actos al consejo fiscal.

Lo ideal es que en la composición del consejo Fiscal haya como mínimo tres y como máximo cinco miembros, y que concurran para su composición apenas

consejeros externos o independientes, todos ellos elegidos (Álvares, Giacometti & Gusso, 2008).

Para Oliveira (2006), entre las principales funciones que desempeña el Consejo Fiscalas se incluyen: vigilar todos los actos de los administradores; opinar sobre los informes de la administración; denunciar a los órganos de administración sobre errores, fraudes o crímenes e indicar medidas; analizar balances y demostraciones financieras; ofrecer informaciones importantes a la auditoría y fiscalización; opinar sobre la auditoría interna y externa; solicitar aclaraciones en general a respecto de la compañía; vigilar la correcta aplicación de recursos; acompañar las operaciones que impliquen a las partes interesadas; convocar a la asamblea en caso de que los responsables la retrasen y a la extraordinaria cuando los motivos lo justifiquen.

Para el IBGC (2010), el Consejo Fiscal es un importante componente del sistema de gobierno y, como tal, tiene como objetivos:

- vigilar a través de cualquiera de sus miembros los actos de los administradores y verificar el cumplimiento de sus deberes legales y estatutarios;
- opinar sobre el informe anual de la Administración y adjuntar su parecer cuando lo juzgue necesario;
- opinar sobre la modificación del capital social, emisión de “debentures”¹ o bonos de suscripción; planes de inversiones o presupuesto de capital, distribución de dividendos, transformación, incorporación, fusión o escisión; y,
- denunciar ante la Administración o la Asamblea General cuando alguno de sus miembros no tomen las medidas necesarias para la protección de los intereses de la empresa.

El Código de las Mejores Prácticas de Gobierno Corporativo (IBGC, 2010), trata de manera especial, por causa de la sensibilidad y particularidades que

¹ Título de crédito representativo de préstamo que una empresa toma con terceros y que asegura a sus detentores derechos contra la empresa emisora.

están implicadas en la relación del Consejo Fiscal con las partes interesadas de la empresa, en especial la relación de los socios con el Comité de Auditoría, con los auditores independientes y con la Auditoría Interna.

En lo referido a la relación con los socios, el Código aclara que, independientemente de la parte que lo indicó, debe actuar en beneficio de la firma y su actuación debe estar pautada por la equidad, la transparencia, la independencia y la confidencialidad.

A propósito de los contactos con el Comité de Auditoría, el Consejo Fiscal no es su sustituto, pues se trata de un órgano de control, ejerce función delegada y presta cuentas al Consejo de Administración y el Consejo Fiscal tiene atribuciones definidas por los socios y no se subordina al Consejo de Administración. Es probable que en el funcionamiento de ambos pueda haber alguna superposición de funciones. En estos casos se deben coordinar las actividades a través de reuniones conjuntas.

El Consejo Fiscal acompaña los trabajos de la Auditoría Independiente y los auditores deben comparecer en las reuniones del Consejo siempre que sean convocados para prestar las informaciones necesarias.

El Consejo Fiscal también acompaña los trabajos de la Auditoría Interna y debe establecer canales de comunicación entre ambos para garantizar el control independiente de las actividades de la organización.

El Código de Mejores Prácticas de Gobierno Corporativo (IBGC, 2010) aborda también aspectos relacionados a la remuneración del Consejo Fiscal y sugiere que se mantengan en la medida de lo posible las mismas reglas establecidas para el Consejo de Administración.

El IBGC editó el Cuaderno de Gobierno Corporativo número 1 (IBGC, 2010c), en el que se establece una “Guía de Orientación para el Consejo Fiscal”, que tiene como objetivo traer al contexto empresarial informaciones que ayuden en la práctica del Gobierno Corporativo y orientaciones que contribuyan efectivamente para mejorar la actuación de este órgano en la estructura del gobierno.

El citado Cuaderno se divide en siete capítulos; el primero trata de las competencias y atribuciones del Consejo Fiscal; el segundo se refiere a los factores que contribuyen para una buena actuación del Consejo Fiscal que implican factores determinantes: número de reuniones, instrumentos, documentos y recomendaciones para una buena actuación del Consejo, entre otras. El Capítulo tres trata de prácticas y procedimientos de investidura y toma de posesión, reuniones iniciales, pareceres y renuncia de los consejeros. El cuarto capítulo habla de las relaciones del Consejo Fiscal. El quinto capítulo se refiere a las responsabilidades del Consejo Fiscal; el sexto del extracto de la legislación y el séptimo de las referencias que se deben utilizar como soporte teórico para la elaboración de la Guía de Orientaciones para el Consejo Fiscal.

3.2.7. Gestión

La dirección ejecutiva es la responsable de la gestión, que de acuerdo con ÁLVARES, GIACOMETTI & GUSSO (2008, 145), “*es el principal eslabón de la cadena de comando de la empresa*” y representa a la organización en todos sus actos, además de ofrecer las informaciones necesarias a los demás componentes del sistema de Gobierno Corporativo para satisfacer los intereses de socios y accionistas. El consejo de Administración delega poder a la gestión para la toma de decisiones y mantiene para sí la atribución de homologar la estrategia y controlar el desempeño organizativo.

Es directamente responsable “*de la implantación de la estrategia y de la ejecución de los negocios de la empresa*” (ÁLVARES, GIACOMETTI & GUSSO, 2008, p. 145) y está integrada por el director-presidente, también llamado CEO o principal ejecutivo y los demás directores.

Según el IBGC (2010, p.54):

“el director-presidente es responsable de la gestión de la organización y coordinación de la Dirección. Actúa como eslabón entre la Dirección y el Consejo de Administración. Es el responsable también de la ejecución de las directrices fijadas por el Consejo de Administración y debe prestar cuentas a este órgano. Su deber de lealtad es con la organización”.

De acuerdo con Álvares, Giacometti & Gusso (2008), bajo el prisma del Gobierno Corporativo, la dirección ejecutiva es responsable de:

- sugerir y ejecutar la estrategia empresarial obedeciendo el contenido de las directrices del consejo, planes de acción, metas e indicadores de desempeño;
- establecer el clima positivo de trabajo en equipo;
- prestar cuentas a los socios y demás partes interesadas;
- ejercer la representación legal de la empresa;
- seleccionar y liderar el equipo directivo;
- definir y gestionar los riesgos y establecer los controles necesarios;
- detallar y diseminar normas generales, instrucciones y procedimientos; y,
- velar por el cumplimiento del código de conducta.

El IBGC (2010) añade que el principal ejecutivo y los demás directores deben asegurar que se establezca con las partes interesadas una relación transparente a largo plazo en la que se defina la estrategia de comunicación con su público al que se le ofrecerán las informaciones de su interés tan pronto como estén disponibles, de manera segura, en lenguaje accesible, abordando, tanto aspectos positivos como negativos para que haya una correcta comprensión de la organización.

Para ello, la empresa debe divulgar, a través del medio más oportuno, de forma completa, transparente, objetiva, tempestiva e igualitaria, informes periódicos que traten sobre aspectos de la actividad de la empresa que incluyan cuestiones ambientales, de responsabilidad social, filantropía, operaciones con partes interesadas, remuneración de los administradores, riesgos e informaciones financieras y otros asuntos exigidos por ley o juzgados oportunos.

3.3. La influencia de la Ley Sarbanes-Oxley en la doctrina del Gobierno Corporativo

La ley Sarbanes-Oxley (SOX), fue firmada en julio de 2002 por el senador Paul Sarbanes y por el diputado Michael Oxley, como una reacción a una serie de escándalos contables en Estados Unidos en los que estaban involucradas empresas como *Enron*, *Adelphia* y *WorldCom*. Esta ley es para los mercados norteamericano y mundial la que tiene mayores implicaciones desde las que fueron promulgadas como consecuencia de la crisis de 1929, pues afecta a todas las empresas de aquel país y también las *“empresas que poseen cotización secundaria en una Bolsa de Valores norteamericana también deben seguir las nuevas leyes, así como los auditores”* (KPMG, 2003).

Según la Guía Deloitte (2003), la Ley SOX introduce reformas que afectan al Gobierno Corporativo, a la divulgación de informes y a la contabilidad de las empresas. Persigue reconquistar la *“confianza pública en los líderes empresariales norteamericanos y enfatizar una vez más la importancia de los patrones éticos en la preparación de las informaciones financieras que se transmiten a los inversores”* (GUIA DELOITTE, 2003, p.6), y muestra que la sostenibilidad, la ética y las buenas prácticas de Gobierno Corporativo han dejado de ser una facultad y se han transformado en una exigencia legal.

Dificultar los fraudes, afirma Cova (2006, p.10), *“tales como participaciones no registradas en los libros o el reconocimiento impropio de ingresos que no se realizarán”*, es el objetivo de la ley y se logrará a través de medidas que intensifican las conferencias internas y aumenta la responsabilidad de los ejecutivos por los actos de gestión que hayan practicado.

Se trata, según el mismo autor (Cova, 2006), de una ley de reforma corporativa que pretende dar una mayor publicidad a las informaciones y proporcionar controles preventivos de la SEC – *Security and Exchange Commission* (Comissão de Valores Mobiliarios de Estados Unidos). La SEC es

la entidad responsable de la reglamentación de la nueva ley e incluye la creación del Comité de Contabilidad (*Public Company Accounting Oversight Board*). La *Sarbanes Oxley* presenta un rol de responsabilidades y sanciones y tipifica una serie de crímenes que pueden ser practicados por administradores y auditores.

La ley *Sarbanes Oxley* también es conocida como la ley de Responsabilidad Fiscal y, en caso de violarla, los directores está sujetos a penas que varían de 10 a 20 años de prisión y multas que pueden llegar a los cinco millones de dólares (Sgarbi, 2010). Sin embargo, estas violaciones prescriben en 5 años a partir del hecho generador, o en 2 años después de que se descubra. Con relación a la legislación norteamericana contra fraudes empresariales, podemos afirmar que la ley *Sarbanes Oxley* presenta dos vertientes: la primera procura ofrecer un mayor control de las actividades de auditoría; y la segunda tiene como objetivo punir los fraudes practicados por administradores de las empresas, una vez que las responsabilidades están definidas (Cova, 2006).

La ley SOX consta de 11 títulos divididos en secciones que tratan de la responsabilidad penal de los directores. Las Secciones 302 y 404 despertaron una gran preocupación; las Secciones 301 y 401 también merecen especial atención.

La Sección 301 exige que la compañía tenga un comité de auditoría responsable de la resolución de desacuerdos entre la administración y el auditor en lo que se refiere a las demostraciones financieras. Según la Ley SOX (2002, SEC.2.) El Comité de Auditoría es:

“A committee (or equivalent body) established by and amongst the board of directors of an issuer for the purpose of overseeing the accounting and financial reporting processes of the issuer an audit of the financial statements of the issuer”.

Y define que el Comité de Auditoría posee responsabilidades de supervisar al auditor externo y también presenta las siguientes características (Audit Committee Institute, 2005):

- los miembros del Comité de Auditoría deben ser miembros independientes del Consejo de Administración;
- el Comité de Auditoría es el responsable de la indicación, remuneración, contratación y supervisión del trabajo de cualquier firma de auditoría, independientemente del tipo de servicio prestado y debe la contratada rendir cuentas directamente al Comité de Auditoría; y,
- el Comité de Auditoría debe establecer procedimientos para recibir, retener y tratar las reclamaciones dirigidas a la compañía con relación a los asuntos de contabilidad, controles internos y auditoría.

La Sección 302 impone a los Directores Ejecutivo y Financiero de las compañías la exigencia de que incluyan en los informes un certificado de que son responsables de los controles y procedimientos de divulgación de las demostraciones financieras. En cada informe anual o trimestral debe constar que ambos lo revisaron; que son responsables de la elaboración de los controles o que supervisaron su elaboración; que las demostraciones financieras son responsables del establecimiento y mantenimiento de los controles internos; y que los contenidos de los informes de la SEC deberán estar certificados por el CEO y CFO.

La Sección 401 determina la inclusión en los informes financieros de todo el material de corrección utilizado, así como los ajustes que hayan sido realizados por auditores externos; la compañía deberá facilitar a los inversores una comprensión clara del balance de la empresa y sus efectos materiales.

La Sección 404 se refiere a la evaluación anual de los controles y procedimientos internos para emisión de informes financieros, lo que incluye (Guía Deloitte, 2003), la descripción del proceso adoptado para identificar, clasificar y evaluar riesgos; descripción completa de los objetivos de los controles creados; descripción de los procedimientos de control ejecutados

para asegurar que funciona de acuerdo con lo planificado. La Sección 404 también determina que anualmente se lleve a cabo una evaluación de la eficacia de los controles internos y que se incluya el parecer de un auditor independiente que confirme la declaración de la alta administración de la empresa en cuanto a la eficacia de sus controles, que han sido probados y su responsabilidad por el establecimiento y manutención de los mismos.

Según Cova (2006), a pesar del rigor de la SOX, las empresas deben considerar la posibilidad de mejorar la eficacia de los procesos de sus negocios, resaltando que los beneficios más importantes que derivan de la mejoría de los controles internos para la divulgación de informes financieros incluyen: la mejoría de la eficiencia y de la eficacia del proceso de controles internos; la disponibilidad de informaciones mejor tratadas cuando se divulgan a los inversores; y el aumento de confianza de los inversores.

La SOX es una innovación legislativa que obliga a los agentes del mercado a desempeñar la función de autorregulación y los legisladores no consideraron el coste de esta tarea. De acuerdo con Cova (2006) la *Financial Executives International* (FEI) realizó una pesquisa en 217 compañías para evaluar el coste del cumplimiento de las normas de la sección 404, referidas a sus controles internos en el primer año de su implementación y estimó un coste medio de 4,36 millones de dólares por empresa. De las compañías analizadas, el 94% consideraron que los costes superaron los beneficios deseados por la *Sarbanes Oxley*.

Cova (2006, p.11) pone de manifiesto que además de los costes directos,

“representados por aumento del número de hora trabajadas, por los pagos a auditores independientes y consultores, por las compras de software, y por el incremento de la remuneración de los consejeros y de los valores de los premios de las pólizas de seguros”.

Hay que considerar que los costes indirectos verificados en razón de la lentitud del proceso decisorio que resulta de las mayores exigencias de control de sus actividades, implican en la pérdida de oportunidades características de mercados dinámicos propensos a las innovaciones tecnológicas y que requieren la flexibilidad que esa nueva legislación merma de las empresas.

De un modo más específico, en Brasil, según Andrade & Rossetti (2004), son expresivos los impactos de la SOX y han surgido nuevos elementos en el mercado, tales como:

- Lucros de gobierno: los inversores están dispuestos a pagar más por las acciones de compañías que poseen sistemas de Gobierno Corporativo de alta calidad y, en el sentido contrario, se registra una depreciación de las acciones de empresas que no estén pautadas por un buen gobierno corporativo;
- Extinción del modelo de ejecutivo de grandes empresas controladas por consejos de administración;
- Exigencia de códigos corporativos de ética que sean practicados efectivamente como respuesta a la ley y que se incorporen aspectos del Gobierno Corporativo;
- Reducción de los conflictos y de los costes de agencia por la transparencia de las remuneraciones y beneficios auto atribuidos a la alta administración. Por otro lado se manifiesta un aumento de costes derivados de los altos riesgos asumidos por la gestión corporativa, incluso por el miedo a las consecuencias de que con el rigor de la ley, ejecutivos talentosos dejen de asumir riesgos.
- Procesos formales de gobierno mejor fundamentados que atiendan a un amplio conjunto de propósitos como el rigor en la atención a los órganos reguladores, adhesión a requisitos exigidos para listas de gobierno diferenciada; compromiso con la creación de valor para los *shareholders*, prestando atención a los minoritarios; armonización de los derechos de los accionistas con el de los otros *stakeholders*; conformidad con el buen gobierno en la integridad y transparencia de las informaciones; y, mejor posición en las agencias de *rating* corporativo.

Del punto de vista práctico, según Torres (2011), Brasil posee 28 empresas con registro en la SEC que negocian 33 papeles. De acuerdo con el informe de la KPMG (2003, p.1):

“empresas brasileñas subsidiarias de empresas con registro en la SEC son partes del sistema de control interno de la matriz y, por ese motivo, es probable que la matriz exija de la administración local también una certificación en cuanto a los asuntos que componen el certificado de los asuntos de la matriz”.

Este aspecto puede añadir una importancia adicional al SOX en Brasil y obligar a que algunas empresas tengan que adaptarse al mercado norteamericano. Según Sgarbi (2010, p.2),

“la legislación brasileña ya poseía artículos semejantes a la ley americana, tales como los artículos 156, 157, 158 y 177 de la ley N. 6.604/76, que son similares a los artículos 302 e 906 de la SOX, Y en el artículo 157, instrucción N. 31, 69, 202, 229 y 358 que son similares a los artículos 404, 406, 408, 409 de la SOX”.

Esta semejanza, destacado por Sgarbi, debería facilitar la adaptación al caso brasileño, de lo que se puede concluir (Cova, 2006) que la existencia de normas rigurosas, por sí solas, no garantiza tanto la efectividad de los controles, como el respaldo moral que se obtiene con el fortalecimiento de imperativos éticos. Recordemos que la *Sarbanes Oxley* preconiza que las corporaciones adopten un código de ética para sus ejecutivos que contenga formas de encaminar cuestiones relacionadas con conflictos de intereses, divulgación de informaciones y cumplimiento de leyes y reglamentos que deben contribuir sustancialmente con el desarrollo del Gobierno Corporativo.

3.4. Gobierno Corporativo en Brasil y en el Mundo

En este tópico se abordarán los principales modelos de Gobierno Corporativo vigentes en el mundo y que sirven de referencia en función del mercado que representan o por la contribución que aportan al desarrollo teórico. De acuerdo con Silveira (2010), son dos los grandes modelos existentes y varían en función de la participación o no de accionistas en el día a día de la empresa. El primer modelo es el anglosajón, que se caracteriza por el accionista en el papel de “*outsider*”, es decir, el accionista no participa de la empresa, a no ser como activista; este modelo está vigente principalmente en Estados Unidos y en el Reino Unido. El segundo modelo es el que está en vigor en Europa Continental con el accionista en el papel de “*insider*”, o lo que es lo mismo, participando desde dentro de la empresa en sus destinos.

Para Silva (2005), después de pesquisas realizadas en Estados Unidos para examinar los diversos modelos de gobierno, dos fueron identificados: el anglosajón que prevalece en los EEUU y el Reino Unido y el nipón-germánico en Japón, Alemania y demás países de Europa Continental. Estos modelos, según el autor, varían en función de las particularidades de cada país y, de un modo especial, por sus modelos de propiedad, por la forma de control y por la visión de los objetivos de la empresa.

En esta misma línea aunque reflejando el nivel de desarrollo del mercado de capitales, el marco regulatorio y la forma de concentración de propiedad, Turnbull (1997), clasifica los modelos de gobierno en financiero, utilizado por los países anglosajones; stewardship (representación), de influencia japonés; el stakeholders, originado en Alemania y el político utilizado en Europa Continental.

Desarrollando las ideas de Turnbull (1997), Silva (2005) y Silveira (2010), Andrade & Rossetti (2004), presentan un modelo que sugiere una mayor especificidad, además de sintetizar los abordajes de diferenciación del Prowse; La Porta, Lopez-de-Silanes e Shleifer; Berglöf; y, Franks e Mayer, y genera

diez factores de diferenciación descritos a continuación y que se utilizan en la distinción de los modelos desarrollados en esta tesis:

1. fuente predominante de financiamiento;
2. separación entre la propiedad y el control;
3. separación entre la propiedad y la gestión;
4. tipología de los conflictos de agencia;
5. protección legal a los minoritarios;
6. tamaño, composición y manera de actuación de los Consejos de Administración;
7. liquidez de la participación accionaria;
8. fuerzas de control más actuantes;
9. nivel de la adopción de la mejores prácticas de Gobierno Corporativo; y,
10. alcance de los modelos de Gobierno Corporativo practicados (shareholders/stakeholders)

Con base en estas características es posible clasificar las prácticas más comunes de Gobierno Corporativo (Andrade & Rossetti, 2004) como: los modelos anglosajón o financiero, aplicado en Estados Unidos, Reino Unido Canadá y Australia; el modelo Latino-europeo, practicado en Italia, Francia, España y Portugal; y el modelo latinoamericano practicado en Argentina, Brasil, Chile, Colombia, México y Perú. También se deben destacar por sus particularidades el modelo alemán y el japonés.

3.4.1 El Modelo de Gobierno Corporativo Anglosajón:

De acuerdo con Silveira (2010) el modelo anglosajón se caracteriza por un sistema de gobierno en el que la estructura de propiedad de las grandes compañías enumeradas en la bolsa es dispersa, con accionistas pulverizados y distantes del día a día de la empresa; con raro control familiar y baja participación del Estado como accionista controlador de las empresas; baja

diversificación de las operaciones de las compañías y con empresas más especializadas.

En el modelo anglosajón el papel del mercado de acciones en el crecimiento y financiación de las empresas es muy importante; existe la adquisición hostil y es posible que tenga lugar. La función y el objetivo de las empresas están dirigidos a maximizar los retornos a los accionistas (shareholders oriented).

Para Andrade & Rossetti (2004), las bases que mejor caracterizan el modelo anglosajón son la pulverización del control accionario y la separación de la propiedad y la gestión. El activismo de los accionistas, sin embargo, surge como una fuerza que contribuye a la solución de los conflictos de agencia e impulsa la adopción de mejores prácticas de Gobierno Corporativo.

El Cuadro 3 que se muestra a continuación, extraído de Andrade & Rossetti, sintetiza las diferencias entre los diversos modelos practicados en el mundo:

Cuadro 3 - Modelos de Gobierno Corporativo: una síntesis comparativa:

Características definidoras	Anglosajón (financiero)	Alemán (Stakeholders)	Japonés (Stewardship)	Latino-europeo	Latinoamericano
Financiamiento predominante	Capital propio	Deuda	Deuda	Indefinido	Deuda
Propiedad y control	Dispersión	Concentración	Concentración con cruzamiento	Concentración	Concentración familiar
Propiedad y gestión	Separadas	Superpuestas	Superpuestas	Superpuestas	Superpuestas
Conflictos de agencia	Accionistas x Dirección	Acreedores x Accionistas	Acreedores x Accionistas	Mayoritarios x Minoritarios	Mayoritarios x Minoritarios
Protección legal a minoritarios	Fuerte	Poca importancia	Poca importancia	Débil	Débil
Consejo de	Actuante con foco	Actuante con foco en	Actuante con foco en	Presiones para mayor	Vínculos con

Administración	en derechos	operaciones	estrategias	eficacia	gestión
Liquidez de la participación accionaria	Muy alta	Baja	En evolución	Baja	Especulativa y oscilante
Fuerzas de control más actuantes	Externas	Internas	Internas	Internas cambiando a externas	Internas
Gobierno Corporativo	Establecida	Adhesión creciente	Importancia creciente	Importancia creciente	embrionaria
Alcance de los modelos de gobierno	Baja	Alta	Alta	Mediana	En transición

Fuente: Adaptado de Andrade & Rossetti (2009, p.336)

3.4.1.1. Gobierno Corporativo en Estados Unidos

Estados Unidos es el mayor mercado de capitales del mundo y como tal se utiliza como fuente de captación de recursos para el contexto de las empresas a nivel global. De acuerdo con Silveira (2010, p.143) es el mercado *“más líquido, con el mayor volumen negociado, mayor capitalización de mercado y mayor número de compañías listadas”*. A finales de 2008, según el mismo autor, el mercado americano, sumadas las bosas NYSE y NASDAQ, poseía 5.963 compañías. El tamaño de este mercado ha influido a los demás en la adopción de su modelo y ha favorecido, según SILVA (2005, p. 19) *“en la diseminación de su cultura institucional en términos de control corporativo y parece apuntar la hegemonía del modelo anglosajón”*. Aún de acuerdo con Silva (2005), con la pérdida de la competitividad de las empresas americanas frente a las japonesas, el modelo anglosajón comenzó a ser cuestionado; ha evolucionado, ha influido y ha sido influenciado por el modelo nipón-germánico, de manera que este modelo no existe más en su forma original.

El Gobierno Corporativo surgió más intensamente en EEUU a partir de la década de los 80, de acuerdo con Andrade & Rossetti (2009), con el surgimiento de los inversores institucionales, de manera especial, los fondos de pensiones y culmina con la creación del *“Council of Institucional Investors”*

(CIL). Este Consejo se creó con los siguientes objetivos: establecer prácticas de buen gobierno en las empresas invertidas; proponer a través de lobby alteraciones en la legislación americana para proteger los intereses de los inversores; controlar a las corporaciones; incorporar procesos de gobierno en la constitución de las carteras de acciones y reunir en acción conjunta esfuerzos de inversores en las Asambleas Generales para elegir consejeros independientes.

En el mercado norteamericano los fondos de pensiones, desde su creación, según Andrade & Rossetti (2009), demostraban una preocupación básica con el exceso de poder concentrado en manos de los ejecutivos que, en detrimento de los intereses de los accionistas, dispersos y distantes de las decisiones de las compañías, actuaban de acuerdo con sus intereses, lo que aumentaba la sospecha de conflictos y de costes de agencia elevados. Esta condición favoreció el activismo de los inversores institucionales que exigían mejores prácticas de Gobierno Corporativo; esta situación se vio reforzada con la promulgación de la ley Sarbanes-Oxley, que estableció con carácter legal las reglas del buen gobierno y que trae consigo el foco en la confiabilidad de los Consejos de Administración como guardianes de los intereses de los accionistas y que aumenta el grado de confianza de los informes financieros y de las demás informaciones contables.

El Gobierno Corporativo practicado en Estados Unidos, en palabras de Silveira (2010), posee las siguientes características:

- En cuanto a la estructura de propiedad de las empresas – el mercado está compuesto de grandes empresas con propiedad dispersa; así el 87% de las 500 mayores empresas no poseen accionistas con más del 20% del total de acciones y tampoco hay cualquier controlador, ya sea de origen familiar, estatal o grupo bancario. Los accionistas son relativamente débiles y los ejecutivos fuertes, lo que tiene como resultado el clásico problema de agencia: accionistas x ejecutivos;
- En cuanto al activismo de los inversores institucionales – los accionistas, a través de inversores institucionales, representados por los fondos de pensiones

y fondos hedge, tienen el 76,4% de las acciones de la 1000 mayores compañías listadas en 2007 y desde la década de los 80, cuando se manifiesta insatisfacción con la gestión, no utilizan la estrategia de ventas de activos, sino que actúan en conjunto con voz en las asambleas;

- En cuanto a la estructura y al funcionamiento de los consejos – los consejos están compuestos cada vez más de consejeros independientes y el concepto de consejero independiente es cada más restrictivo, además de exigirse la creación de los consejos de auditoría, remuneración y nominación/Gobierno Corporativo para el listado en bolsa;

- Cargo de presidente del consejo (*chairman*) y principal ejecutivo (CEO) – en el mercado americano hay una tendencia a separar estos cargos, sin embargo, aún se constata una situación generalizada en la que ambos continúan ocupados por la misma persona;

- En cuanto a los principales temas de Gobierno Corporativo – entre los principales temas vigentes en las publicaciones y en la práctica de las organizaciones, se destacan la búsqueda de un mayor peso de los accionistas en la definición de la remuneración de los ejecutivos; funcionamientos e independencia de los comités de remuneración que harán que dicha remuneración dependa de la creación de valor; mayor importancia del funcionamiento de los comités de nominación/Gobierno Corporativo, en el que exige la motivación de las indicaciones a la elección de consejeros; creación del comité de riesgo; favorecimiento de la elección y destitución de miembros del consejo por los accionistas y la búsqueda de la disminución de empresas con mecanismos defensivos, como consejeros interconectados y *poison pills*.

A pesar de servir de referencia a los demás mercados, el Gobierno Corporativo que se practica en el mercado norteamericano sufre aún de la necesidad de armonizar las legislaciones estatales por la resistencia de las empresas para adoptar las buenas prácticas y la estructura de gobierno, principalmente en lo que se refiere al acumulo de los cargos de presidente del Consejo de Administración y principal ejecutivo de la empresas.

3.4.1.2. Gobierno Corporativo en el Reino Unido

El Gobierno Corporativo en el Reino Unido, como país anglosajón tiene diversas semejanzas con el americano y, conforme Silveira (2010) es extremadamente líquido, sofisticado y otorga especial importancia al financiamiento de las empresas. Según el mismo autor, a finales de 2008 figuraban en las listas de la LSE (Bolsa de Valores de Londres) 3.096 empresas, lo que la define como el segundo centro financiero del mundo, solamente por detrás de Nueva York.

De acuerdo con Andrade & Rossetti (2004), el inicio del Gobierno Corporativo tuvo lugar en el Reino Unido en 1991 con el comité presidido por Cadbury, que examinó la calidad de las demostraciones financieras de las empresas en la bolsa y pretendía remodelar los Consejos de Administración y atribuirles misiones más efectivas de control y de orientación de las empresas, lo que alteró favorablemente la alta gestión e influyó indirectamente a otras naciones occidentales.

Además del Cadbury Report, se crearon otros comités interesados en el Gobierno Corporativo, como el Greenbury, que trató de la remuneración de los consejeros; el Hampel, que amplió el foco de las prácticas de gobierno; el Combined Code, que reunió sugerencias de los comités y que se adoptó por la LSE como exigencia para el listado de las compañías; y el Turnbull, que incorporó nuevas orientaciones de prácticas de gobierno relacionadas con los controles internos y la gestión de riesgos.

Para Silveira (2010), las principales características del Gobierno Corporativo en el Reino Unido son:

- En cuanto a la estructura de propiedad de las empresas – es semejante al de los Estados Unidos; es dispersa, sin accionista o grupo de accionistas con más del 20% de las acciones en 273 de las empresas listadas. Entre los problemas de agencia que aparecen, destaca el clásico accionistas x ejecutivos.
- En cuanto al activismo de los inversores institucionales – el activismo es creciente y cerca del 60% de las inversiones en la LSE son propiedad de

inversores institucionales, lo que supone una participación relevante. Los fondos de pensiones controlan 1/3 de las acciones de empresas listadas en la bolsa, mientras que las aseguradoras poseen el 20%.

- En cuanto a la estructura y funcionamiento de los consejos – cerca de la mitad de los consejeros son independientes. No obstante, son colaborativos con la dirección en vez de enfrentarla y poseen tres comités: de auditoría, remuneración y nominación, todos compuestos de consejeros independientes.

- En cuanto al principal ejecutivo (Chairman) y el presidente del consejo (CEO) – la separación de los cargos es completa; el presidente del consejo es un consejero independiente.

3.4.1.3. Gobierno Corporativo en Canadá

Segundo Andrade & Rossetti (2009), el Gobierno Corporativo en Canadá es muy semejante al de los Estados Unidos. La regulación del mercado está bajo la jurisdicción de órganos provinciales. Sin embargo, las empresas listadas en la Toronto Stock Exchange (TSX), deben seguir su reglamentación. La regulación del mercado se lleva a cabo por la Ontario Securities Commission (OSC), en un papel semejante a la SEC.

En 1994 se constituyó un comité de órganos de mercado que debería analizar y proponer mejores prácticas para las empresas listadas. Como consecuencia, en 1995 se publicó el *“Guidelines for Improved Corporate Governance in Canadá – Dey Report”*, adoptado por la TSX, que determinó que las empresas lo adoptaran o justificaran por qué no lo hacían.

Según los mismos autores, el Dey Report fue revisado en los diez años siguientes; los principales pasos fueron:

1. Evaluación de la adhesión de las empresas listadas en al TSX y emisión de informe en 1990 en el que se apuntaba el *“gap”* en relación con las buenas prácticas, con atención especial en los Consejos de Administración;

2. En 2002 se produjo una armonización de la legislación canadiense con la de los Estados Unidos;
3. En 2004 la OSC formalizó las directrices de gobierno con la publicación de dos nuevos documentos: *“Governance Policy”* y *“Disclosure Rule”*, ambos en sintonía con la regulación norteamericana. También en el mismo año hubo una alteración en la Ley de las Sociedades Anónimas en respuesta a la solicitud de la *“Industry Canadá”*.
4. En 2005, a propuesta de la CSA (Canadian Security Administrators), se acordó un amplio conjunto de directrices comunes.

Según Andrade & Rossetti (2009), estas iniciativas hicieron que el modelo de Gobierno Corporativo en Canadá convergiera con el norteamericano y con algunas directrices y prácticas del Reino Unido. El conflicto predominante en Canadá es del tipo accionistas x administradores.

De acuerdo con los mismos autores la TSX, en 2008 llegó a 4.020 empresas listadas, con un valor de mercado que superaba los 2,17 billones de dólares.

3.4.1.4. Gobierno Corporativo en Australia:

De acuerdo con Andrade & Rossetti (2009) el Gobierno Corporativo adoptado en Australia sigue los patrones del modelo anglosajón. El modelo es *“shareholders oriented”*, que presta especial atención a la fiscalización y al control de la administración. Australia ha venido buscando la independencia y la eficacia de los consejos corporativos y la propiedad es dispersa. Los conflictos predominantes, como ocurre en otros mercados con influencia anglosajona se registran entre administradores y accionistas.

Los orígenes del Gobierno Corporativo en Australia tienen como fuente el Informe Bosch, publicado en 1995, que se centraba en *“la reforma de la legislación societaria, el mayor rigor en la regulación del mercado y en las exigencias para las empresas listadas en la Australian Stock Exchange (ASX)”* (ANDRADE & ROSSETTI, 2004, p. 345).

En 1999 se editó el primer código de buenas prácticas, el “*Corporate Governance: Principles and Practices*”; una vez creado el Consejo de Gobierno de la ASX en 2002 se editó un nuevo código para las empresas listadas en 2007, el “*Principles os God Corporate Governance and Best Practices Recommendations*”, que diseña el modelo australiano de gobierno, en el que se adoptan los principios anglosajones con el objetivo principal de maximizar los retornos de los accionistas.

3.4.2. El Modelo de Gobierno Corporativo Latino-Europeo

Según Andrade & Rossetti (2009), en el modelo Latino-Europeo el tipo más común de conflicto de agencia envuelve a los accionistas mayoritarios x minoritarios e implica la relación de expropiación. Conforme se puede observar en el Cuadro 3 no está definida aún la principal modalidad de financiamiento predominante; el índice de liquidez se considera bajo; el precio de las acciones presenta grandes oscilaciones. Los cambios de control difícilmente tienen lugar por “*take-over*” hostil y sin embargo son frecuentes por fusión y privatizaciones. En los países latino-europeos el control accionario lo ejercen grupos familiares y rígidos acuerdos entre accionistas.

Según los mismos autores el modelo latino-europeo presenta las siguientes características:

- En cuanto a la fuente de financiamiento: las fuentes de financiamiento utilizadas por las empresas del modelo son indefinidas; es expresiva la presencia del estado en la industria de base, en la infraestructura y en los servicios de utilidad pública. La capitalización por exigibles es expresiva, como también lo es la empresa familiar abierta y cerrada.
- En cuanto al control accionario: el control accionario es concentrado.
- En cuanto a la propiedad y gestión: predomina la superposición, incluso en los casos piramidales, el accionista mayoritario ejerce fuerte presión.
- En cuanto a los conflictos de agencia: la yuxtaposición de propiedad se traduce en un conflicto entre mayoritarios x minoritarios; los mayoritarios

poseen los beneficios privados del control y se ejercen amplios derechos sobre el flujo de caja y llevan a la expropiación de los minoritarios.

- En cuanto a la protección legal a los minoritarios: en general, la protección a los minoritarios es débil, con un bajo “*enforcement*”, con mercados de capitales, por consiguiente, poco desarrollados; también se constata una baja transparencia y una pequeña participación de capital institucional.

- En cuanto al Consejo de Administración: predominan varios sistemas. En Francia, dentro del modelo más practicado, el principal ejecutivo acumula la función de presidente del Consejo de Administración y de la dirección ejecutiva. En el otro modelo hay dos consejos, el de administración y el de gestión. En los demás países los Consejos de Administración tienen poder reducido y, en España e Italia, este colegiado es unitario.

- En cuanto a la liquidez de la participación accionaria: la liquidez es baja con una tendencia de apertura de capital de los grupos familiares, aunque mantienen el control.

- En cuanto a las fuerzas de control más actuantes: las fuerzas predominantes son internas, motivadas por la concentración de propiedad, aunque con tendencia a la apertura de las corporaciones al control externo, creando un activo mercado de capitales.

- En cuanto a el Gobierno Corporativo: la importancia creciente de las prácticas a partir del pionerismo francés de la publicación del Informe Viénot. Todos los países han creado sus códigos siguiendo las recomendaciones y el modelo de la OCDE.

- En cuanto al alcance de los modelos de Gobierno Corporativo: tiende a ser alto en respuesta a los criterios de la “*European corporate Governance Rating*” y a las presiones sociales por la adopción de gobierno orientada al Stakeholders.

3.4.2.1. Gobierno Corporativo en Francia

El Estado francés siempre ha actuado como accionista mayoritario en diversas empresas y el mercado francés, según Silveira (2010) se caracteriza por esta presencia del estado, por el control familiar y por la alta concentración accionaria.

Con relación al sistema de gobierno, según el mismo autor, coexisten dos sistemas. El sistema I, más usual se caracteriza por un consejo único, con un ejecutivo que acumula las funciones de presidente del consejo y director ejecutivo. En el sistema II, inspirado en el modelo alemán y utilizado por apenas el 5% de las empresas, existen dos consejos: el Consejo de Administración y el Consejo Gestor.

En 1995 se elaboró el Informe Viénot que sirvió de base para el Código de Gobierno Corporativo, elaborado en 2003 y actualizado en 2008. Así como en otros países de Europa el modelo francés no es rígido y se adopta el abordaje “cumplan o expliquen”.

De acuerdo con Silveira (2010), las principales características del sistema de Gobierno Corporativo francés son las siguientes:

- En cuanto a la estructura de propiedad de las empresas: se caracterizan por la presencia fuerte del estado; la estructura de propiedad está concentrada, con más del 80% de las 516 mayores empresas con presencia de accionistas o grupo de accionistas, con más del 20% de las acciones; y alejamiento del principio “una acción, un voto” mediante la emisión de acciones con múltiples derechos de voto.
- En cuanto a la estructura y funcionamiento de los consejos: consejos que varían de 3 a 18 miembros; alto nivel de entrelazamiento, con consejeros que participan simultáneamente de diversas empresas; los consejos están compuestos por 2/3 como mínimo de consejeros externos; los consejeros pueden participar de, como máximo, cinco compañías simultáneamente; y, a partir de 2001, la ley permite que en empresas con consejo único los cargos de

ejecutivo principal (CEO) y presidente del Consejo (Chairman), estén ocupados por personas diferentes.

3.4.3. El Gobierno Corporativo Latinoamericano

Según Andrade & Rossetti (2009), el modelo de Gobierno Corporativo adoptado en los países Latinoamericanos es el reflejo de las condiciones históricas, sintetizadas en el documento de la OCDE, "*White Paper*"; la economía de la región tiene las siguientes características:

- Privatizaciones: a partir de finales de los 80 y durante toda la década de los 90 ocurrieron en América Latina dos factores importantes: la izquierda asumió el poder en la mayoría de los países y tuvo lugar una reestructuración de las responsabilidades entre los sectores público y privado a partir de las privatizaciones. Sectores importantes de la economía, con industrias de base, carreteras, energía eléctrica, por causa de la reducida capacidad de inversión del Estado se transfirieron a particulares, lo que, sin embargo, no favoreció adecuadamente al mercado de capitales, pues buena parte del proceso se produjo con la toma de recursos a largo plazo o con la introducción de recursos directos de empresas globalizadas;
- Concentración patrimonial: la concentración patrimonial caracteriza a las empresas latinoamericanas, cuya participación controladora está en manos de grupos familiares. Esta situación tiende a alterarse ante la necesidad de expansión o en periodos de crisis, cuando el aporte de recursos de las familias se torna insuficiente y la participación de inversores individuales o institucionales es la mejor opción. En este momento las prácticas de Gobierno Corporativo serán exigidas por fuerzas externas de control.
- Grandes Grupos: el papel de los grandes grupos industriales y financieros para el desarrollo de la región es importante. Estos grupos poseen negocios más lucrativos que sirven de fuente de financiamiento de nuevos negocios carentes de capital. El número de grupos cerrados es significativo y la falta de transparencia, en estos casos, es un obstáculo para los mercados domésticos;

- **Reestructuración del sistema financiero:** se ha producido un cambio significativo en la estructura del sistema financiero con la reducción de la presencia estatal y el incremento de la participación de bancos internacionales, lo que debe acentuar la competencia entre las fuentes de financiamientos, con un posible efecto en el mercado de capitales y también en las exigencias de las buenas prácticas de Gobierno Corporativo.
- **Internacionalización:** el proceso de internacionalización ha avanzado en los últimos años a través de la integración regional y la “desfronterización” de los mercados. Fusiones de empresas y la eliminación de la competencia, la salida de empresas del mercado doméstico y la adopción de prácticas híbridas de gobierno han sido consecuencias de la integración.
- **Limitación de los mercados de capitales –** la internacionalización he reducido el número de empresas de capital abierto listadas en las bolsas regionales. Las operaciones de empresas de mayor tamaño han tenido lugar en mercados más sólidos a través de la emisión de ADR, en Estados Unidos, lo que causó un impacto positivo en las prácticas de gobierno pues estas empresas pasaron a adoptar los criterios de gobierno muchos más rígidos, previstos en la ley Sarbanes-Oxley.
- **Fondos de pensiones y de inversiones:** los fondos son los más importantes inversores institucionales para la región. La gestión de estos fondos son fuerzas de control que podrán favorecer el Gobierno Corporativo.
- **Tradiciones jurídicas:** los países latinoamericanos tiene su origen jurídico en el Código Civil Francés, lo que les otorga puntos comunes. Últimamente se han venido creando nuevos mecanismos de solución de conflictos a través de las cámaras de arbitraje.

De acuerdo con Andrade & Rossetti (2009), el modelo Latinoamericano presenta las siguientes características:

- En cuanto a la fuente de financiamiento: predomina la capitalización de exigibles, con un mercado de capitales poco expresivo, con reducidas

compañías abiertas, con un promedio en los seis mayores mercados de 225 empresas, mientras que en el resto del mundo ese promedio es de 842.

- En cuanto al control accionario: la propiedad de las grandes corporaciones está concentrada. En 2002, en una muestra de 1010 empresas, el mayor accionista poseía el 53% del capital. Si consideramos los tres mayores accionistas, el grado más bajo de concentración es del Brasil, con un 67% y el más alto el de Argentina con un 90%.

- En cuanto a la propiedad y a la gestión: el accionista mayoritario lleva a cabo la gestión. El control nacional está en manos de grupos familiares o en consorcios y las estructuras piramidales, participaciones cruzadas y las acciones sin derecho a voto son prácticas comunes;

- En cuanto a los conflictos de agencia: el principal conflicto se refiere a la relación accionista mayoritario x accionista minoritario. Las acciones sin derecho a voto representan el 37% de las emisiones.

- En cuanto a la protección legal a minoritarios: es débil como consecuencia de la alta emisión de acciones sin derecho a voto, lo que los aleja de las decisiones.

- En cuanto al Consejo de Administración: la composición se ve afectada por superposición propiedad-gestión. La mayoría de sus miembros está ligada a la empresa y a los controladores por vínculos de parentesco, por intereses externos y por relación de negocio y su poder se ve reducido y son raros los casos de comités actuantes.

- En cuanto a la liquidez de la participación accionaria: prevalece la baja liquidez en mercados especulativos.

- En cuanto a las fuerzas de control más actuantes: las más actuantes son las internas. Externamente el marco regulatorio introduce significativas modificaciones. La emisión de ADR por empresas de la región ha influido positivamente en los modelos de Gobierno Corporativo;

- En cuanto al Gobierno Corporativo: es embrionaria aunque sufre la influencia de institutos creados en todos los países. Se destacan el activismo institucional y la edición de códigos de gobierno.

- En cuanto al alcance de los modelos de Gobierno Corporativo: prevalecen los intereses de los accionistas, aunque es expresivo el número de empresas con intereses múltiples, influidas por la participación de capital extranjero; se observa una aproximación al modelo “*stakeholders oriented*”.

3.4.3.1. Gobierno Corporativo en Argentina

Según el IGCLA (2011) tanto el Gobierno Corporativo como la aplicación de las mejores prácticas surgieron en Argentina con el “*Régimen de transparencia de ofertas públicas*” sancionado por el Poder Ejecutivo a través del Decreto nro. 677, de 2001 y reglamentado al año siguiente por resoluciones de la CNV (Comisión Nacional de Valores) que cubrieron los vacíos de regulación que privaban al mercado de efectividad y transparencia. Entre ellas se destacan: (a) la creación de comités de auditoría con la mayoría independiente; (b) medidas obligatorias de protección de los derechos de información, asistencia y voto en las asambleas; (c) enumeración de las responsabilidades de los directores; (d) definiciones precisas sobre información privilegiada, conflicto de intereses y operaciones que envuelven partes relacionadas.

En 2003 se creó el IAGO (Instituto Argentino para el Gobierno Corporativo), con el objetivo de difundir los principios de buen gobierno corporativo y en ese mismo año se presentó la primera versión del “*Código de Mejores Prácticas de Gobierno de las Organizaciones para la República Argentina*”. Otro marco importante fue cuando la CNV emitió la Circular 516 que tomó del Código principios que determinan que las empresas que participan del mercado abierto y más concretamente el Consejo de Administración, “cumplan o expliquen”. Sobre el Código, así como sobre la Circular se tratará adecuadamente, con más detalle en el tópico 3.5 del presente capítulo.

Vale la pena destacar, de acuerdo con el IGCLA (2011), que el IAGO, a través del grupo de trabajo de IDEA (Instituto para el Desarrollo Empresarial de la Argentina), ha realizado una labor proficua de análisis de la resolución de la

CNV para la mejoría continua y para futuras actualizaciones de la norma; sin embargo, el incremento adicional del Gobierno Corporativo en Argentina, fue el hecho de que se favorezca un esquema de cooperación entre instituciones, llamar la atención y despertar el interés en participar del proceso por parte de algunas organizaciones públicas implicadas en los aspectos de control.

En 2010, según el IAGO (2011), los avances más significativos se refieren al fortalecimiento de las prácticas de buen gobierno en Argentina y se destaca una empresa que no está listada en bolsa y que se incluyó en el “*Companies Circle*” por su éxito y compromiso con las prácticas de mejor gobierno.

Otro aspecto destacado es el papel de IDEA, que desarrolló un programa académico en forma de talleres, en los que se presentaron y se discutieron mensualmente las responsabilidades del Consejo de Administración y las mejores prácticas empresariales. En estos talleres se desarrollaron los siguientes temas:

- Taller de presentación del ciclo y de su temática;
- Mejores prácticas en materia de cumplimiento de normas y principios aplicables;
- El Consejo de Administración y la nueva información financiera para la sociedad;
- Ética y transparencia. Prevención de fraudes;
- Los directores frente a los temas ambientales. Una mirada desde las oportunidades;
- La gestión de riesgos a través de la perspectiva de valor añadido;
- La relación de los directores independientes y del comité de auditoría; y,
- Taller de clausura, en el que se incluyen módulos con las responsabilidades legales de los directores.

De acuerdo con el IGCLA (2011), otro importante avance en la difusión de las buenas prácticas es la valiosa participación de la empresa Price Waterhouse &

Coopers, (Vide Gráficos 1 e 2) con una pesquisa en la que se evaluaron empresas argentinas grandes, concesionarias de servicios públicos, subsidiarias internacionales, empresas pequeñas y compañías SEC, en las que se midió el grado de adhesión formal a las reglas de las buenas prácticas de Gobierno Corporativo.

En la Fig. 3 se muestra la plantilla utilizada en la pesquisa con los cuadrantes posibles para la tabulación de las respuestas. En el eje horizontal consta el cumplimiento formal y en el vertical la adhesión real.

El criterio de ponderación utilizado para el cumplimiento formal se refiere a una respuesta de la empresa de forma relativa; y para el cumplimiento real se refiere a una adhesión de forma proactiva.

Prácticas en Argentina

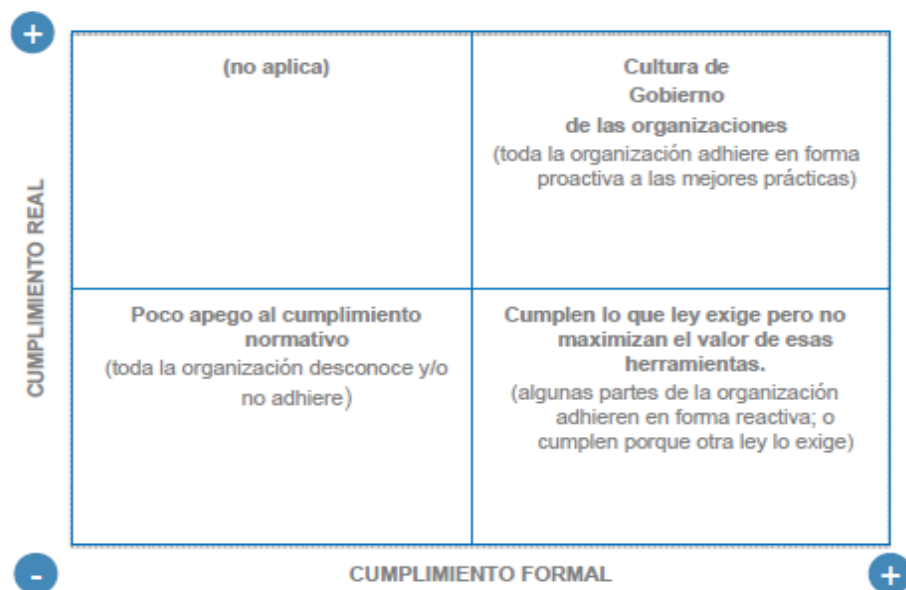


Fig. 3 – Prácticas en Argentina Cuadrantes de Respuestas - Fuente: PACE (2010)

La pesquisa llevada a cabo por Price Waterhouse & Coopers, se aplicó en 30 empresas y consideró como marco reglamentario la Resolución General 516/07, de la CNV.

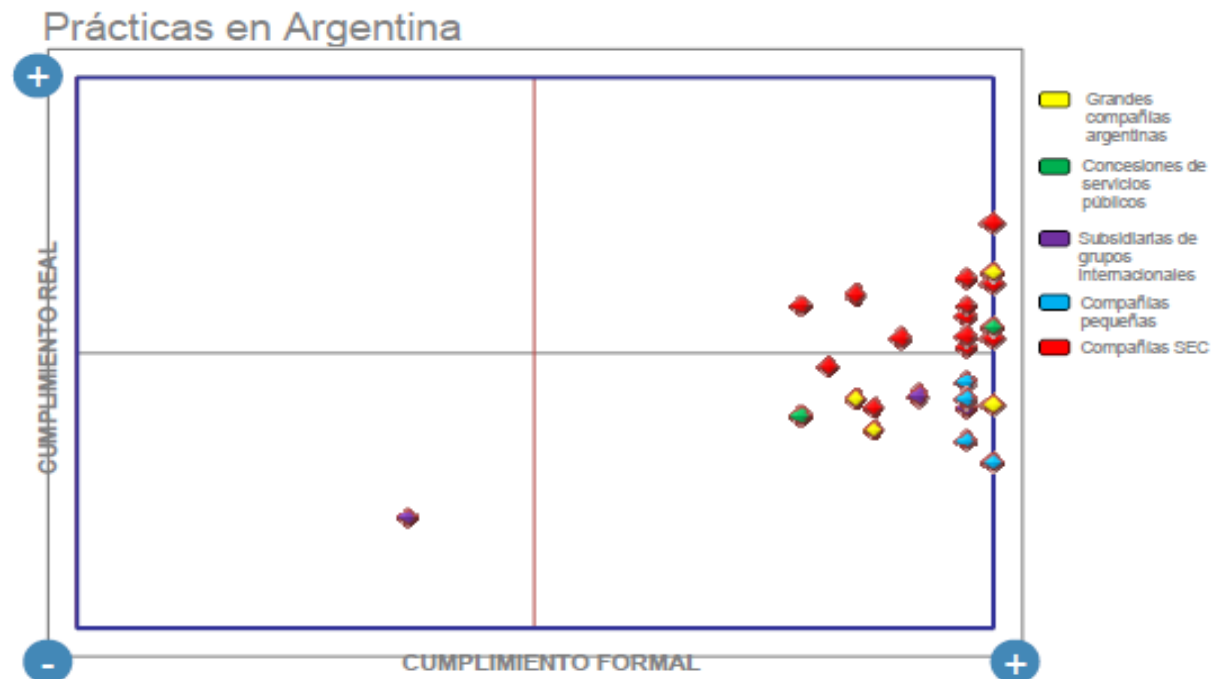


Gráfico 1 – Cumplimiento Formal x Cumplimiento Real Empresa por Empresa – Fuente PACE (2010)

A partir del análisis del gráfico es posible percibir, de acuerdo con el IGCLA (2011), que en la mayor parte de los casos ocurre un cumplimiento formal de las regulaciones con un carácter oscilante y de variabilidad promedio en las compañías grandes y concesionarias de servicios públicos; una adhesión reglamentaria formal promedio y una variabilidad promedio-alta en las compañías subsidiarias de grupos internacionales y en las pequeñas; y un alta adhesión a la reglamentación formal con baja variabilidad en compañías SEC.

Prácticas en Argentina

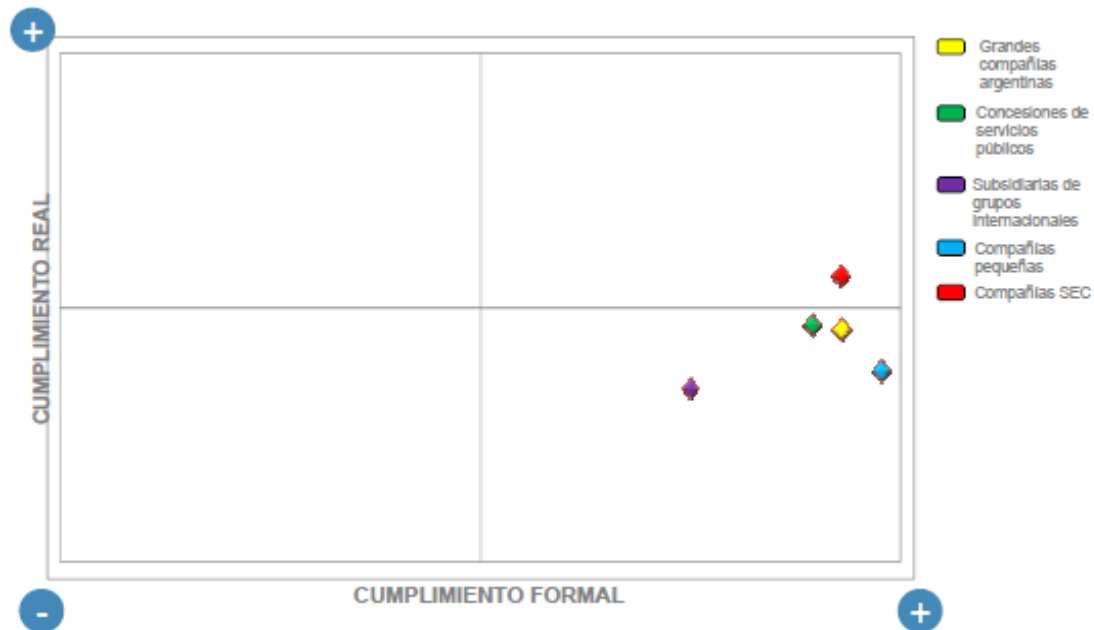


Gráfico 2 - Cumplimiento Real X Cumplimiento Formal – Agrupamiento de Empresas por Segmentos - Fuente: Pace (2010)

Si se considera el agrupamiento de empresas por segmento relevante del ámbito económico argentino (ver gráfico 2), apenas el segmento SEC, está en el cuadrante superior derecho, lo que indica un amplio cumplimiento formal y un medio-alto cumplimiento real, que muestra el cumplimiento de los aspectos legales y alguna pro actividad en la adhesión voluntaria de mejores prácticas. Los demás segmentos, en su conjunto, se clasifican como alto cumplimiento formal, pero con un bajo cumplimiento real, lo que indica una adhesión reactiva a las prácticas y una baja adhesión voluntaria a las mejores prácticas de Gobierno Corporativo.

De una interpretación general de los Gráficos 1 y 2 es posible concluir que:

“la implantación de buenas prácticas de Gobierno Corporativo requiere el convencimiento de que la adopción de buenas prácticas generará valor y que tales prácticas deben percibirse por el entorno para que generen una ventaja diferencial para la organización” (IGCLA, 2011, p.5)

La pesquisa se complementó con un cuestionario respondido por más de 1021 (ver Gráfico 3) directores de empresas en el que manifestaban sus principales angustias, entre ellas: que el 59% centran sus preocupaciones en los riesgos desconocidos; el 24,7% mostraba su preocupación con la capacidad del ejecutivo principal para gestionar los desafíos actuales; el 13% se preocupa con los riesgos personales y el 12,3% con la posibilidad de descubrir prácticas de gestión inaceptables.

Algunos aspectos que generan percepción de valor

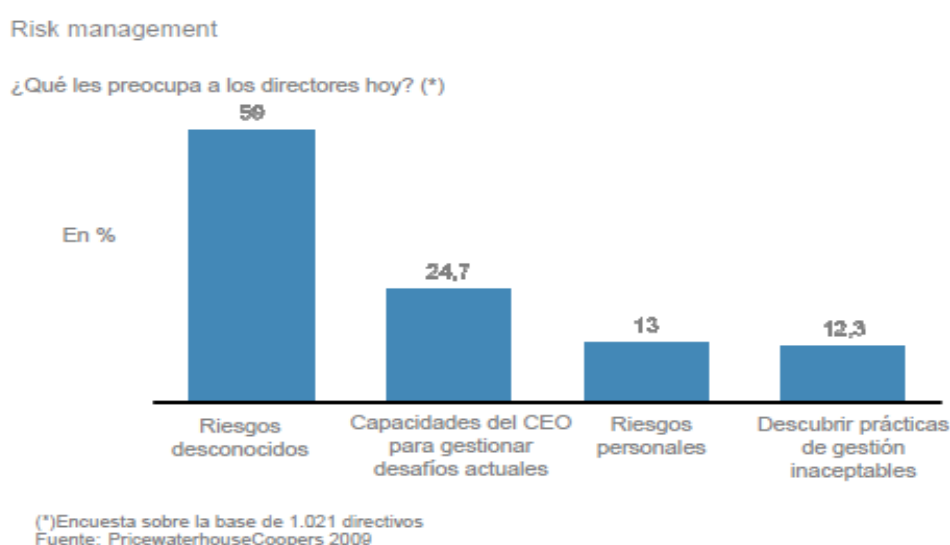


Gráfico 3 – Algunos aspectos que generan percepción de valor – Fuente: Pace (2010)

Según Pace (2010), las prácticas de Gobierno Corporativo en Argentina (ver Gráfico 3) previstas en la Resolución General 516/07, (Código Mínimo), complementado por el “Informe sobre el Código de Gobierno Societario”, (CNV, 2001), con relación al cumplimiento de cada una de las recomendaciones en el ámbito de la aplicación, (1) Relación Emisora – Grupo Económico: servicios políticas, las empresas grandes, concesionarias de servicio públicos, subsidiarias internacionales, compañías pequeñas y compañías SEC, cumplen las exigencias de la Resolución General 516/07, en lo que respecta a la relación con la emisora y el grupo económico; (2) inclusión en el estatuto societario de previsión de existencia del código de gobierno societario - ocurre

el cumplimiento formal de las prácticas en las grandes compañías, en las compañías pequeñas y SEC; y parcialmente en las compañías concesionarias de servicios públicos y subsidiarias de grupos internacionales.

Con relación al Consejo de Administración, (3) responsabilidad por la estrategia de la compañía - ocurre la adhesión de todos los segmentos, excepto las subsidiarias de grupos internacionales, en las que el cumplimiento es parcial; (4) control de gestión y (5) información y control interno – gestión de riesgos - en ambos casos tiene lugar la adhesión a las prácticas, de manera que todos los segmentos empresariales atienden a la Resolución 516/07. (6) nominación del comité de auditoría – ocurre la adhesión en las grandes compañías, en las pequeñas y SEC, sin embargo, es parcial en las concesionarias de servicios públicos y en subsidiarias de grupos internacionales; (7) integrantes del Consejo de Administración: designación, cantidad, directores independientes – ocurre la adhesión a la Resolución 516/07 en todos los segmentos de empresas argentinas; (8) Política de Integración del Consejo de Administración con ex ejecutivos – en todos los segmentos ocurre el cumplimiento formal; (9) directores que pertenecen a diversas sociedades – la Ley de sociedades establece que no podrán ejercer cargos de directores aquellos que participan en compañías competidoras – en todas las compañías se constata el cumplimiento formal, excepto para las SEC, en las que la adhesión es parcial; (10) autoevaluación de la gestión – ocurre el cumplimiento formal en todas las compañías, excepto en las concesionarias de servicios públicos, en las que el cumplimiento es parcial; (11) programa de capacitación y desarrollo de los directores – se registra el cumplimiento parcial en todas las compañías, excepto las subsidiarias de grupos internacionales en las que se produce la adhesión a la Resolución 516/07.

Con relación a la independencia de los directores, (12) exteriorización de la independencia de los directores – se produce la adhesión a la Resolución en las grandes compañías, en las subsidiarias de grupos internacionales y en las compañías SEC y es parcial el cumplimiento en las concesionarias de servicios públicos y en las compañías pequeñas. (13) exteriorización de la motivación de la designación de ejecutivos - el cumplimiento formal es las grandes compañías

y en las SEC, la adhesión tiene lugar solamente en las concesionarias de servicios públicos y el cumplimiento es parcial en las subsidiarias de grupos internacionales y en pequeñas compañías. (14) política de proporcionalidad de directores independientes y (15) reuniones exclusivas de directores independientes, en ambos ítems se manifiesta apenas el cumplimiento formal en todos los segmentos.

En lo que respecta a la relación con los accionistas, (16) la promoción de reuniones informativas con los accionistas, (17) la oficina de atención al accionista y, (18) medidas particulares para promover la asistencia y la participación de accionistas minoritarios, todas las compañías tienen el mismo procedimiento: cumplen los tres ítems formalmente, excepto las SEC que lo cumplen parcialmente; (19) control accionario/adhesión al régimen obligatorio de ofertas públicas de adquisición y (20), política de dividendos, todos los segmentos en estos dos ítems cumplen formalmente.

Sobre la relación con la comunidad, (21) comunicación a través de Internet con terceros – el cumplimiento es parcial por parte de las grandes compañías, cumplimiento formal de las subsidiarias de grupos internacionales y ocurre la adhesión en las concesionarias de servicios públicos; en las pequeñas compañías y en las compañías SEC; (22) requisitos de la página web, confiabilidad de la información – la adhesión ocurre en las compañías concesionarias de servicios públicos, en las compañías pequeñas, y SEC; el cumplimiento es parcial en las grandes compañías y en las subsidiarias de grupos internacionales.

Con relación a los comités, (23) presidencia del comité ejercida por un director independiente – tiene lugar el cumplimiento parcial por parte de las grandes compañías, concesionarias de servicios públicos, pequeñas compañías y SEC, y el cumplimiento formal por las subsidiarias de grupos internacionales; (24) Política de rotación de síndicos de auditores externos, evaluación de la idoneidad, independencia y desempeño de los auditores externos – ocurre el cumplimiento parcial en las grandes compañías, en las concesionarias de servicios públicos, compañías SEC y formal en las subsidiarias de grupos

internacionales y compañías pequeñas; (25) doble carácter de síndico y auditor – ocurre la adhesión en todos los segmentos de empresas, excepto para las compañías pequeñas, en las que ocurre el cumplimiento formal; (26) Comité de remuneración; (27) comité de remuneración y gobierno societaria; y, (28) política de no discriminación en la integración del Consejo de Administración – en estos tres últimos ítems ocurre el cumplimiento formal en todos los segmentos de empresas argentinas.

A partir del análisis de las prácticas de Gobierno Corporativo en Argentina se percibe una evolución considerable impulsada por el IAGO y por empresarios ávidos por implantar prácticas que hagan que sus empresas, además de tornarse socialmente responsables, estén más atentas a las demandas de sus stakeholders. Se observa también que el cumplimiento formal de las determinaciones de la Resolución 516/07, es muy superior a la adhesión real, lo que pone de manifiesto el largo camino que aún se ha de recorrer.



Prácticas en Argentina

 Adhesión
 Parcial
 Formal



	RG 516/07	Grandes compañías argentinas	Concesiones de Servicios Públicos	Subsidiarias de grupos internacionales	Compañías pequeñas	Compañías SEC
APLICACIÓN	1- Relación Emisora - Grupo económico: Políticas					
	2- Inclusión en estatuto societario de previsiones del código societario					
DIRECTORIO	3- Responsable por la estrategia de la compañía					
	4- Control de gestión					
	5- Información y control interno. Gestión de riesgos: Políticas					
	6- Designación integrantes del comité de auditoría					
	7- Integrantes del Directorio: * designación, * cantidad, * directores independientes					
	8- Política de la integración del Directorio con ex ejecutivos					
	9- Directores pertenecientes a diversas sociedades					
	10- Auto evaluación de la gestión / Guía de evaluación					
	11- Programa de capacitación y desarrollo de directores					
	12- Exteriorizar la motivación de la independencia de Directores.					
INDEPENDENCIA	13- Exteriorizar la motivación de la Designación de Ejecutivos Gerenciales					
	14- Política de proporción de Directores Independientes					
	15- Reuniones exclusivas de Directores Independientes					
RELACIÓN ACCIONISTAS	16- Promoción de reuniones informativas a los accionistas					
	17- Oficina de atención a accionistas / Emisión de informes					
	18- Medidas particulares para promover la asistencia y participación de accionistas minoritarios					
COMUNIDAD	19- Mercado de control / Adhesión al régimen obligatorio de las ofertas públicas de adquisición					
	20- Política de dividendos					
	21- Comunicación vía internet con terceros					
COMITES	22- Garantizar estándares y confidencialidad de la información					
	23- Presidencia del Comité por un Director Independiente					
	24- Política de rotación de Síndicos y/o Auditores Externos / Evaluación de la idoneidad, independencia y desempeño de los auditores no externos					
	25- Doble carácter de Síndico y Auditor					
	26- Comité de Remuneraciones (Directores no ejecutivos)					
	27- Comité de Nombramientos y Gobierno Societario					
	28- Política de no discriminación en la integración del Directorio					

Fuente: Pace. PWC, IDEA, 2010

3.4.3.2. Gobierno Corporativo en Brasil

Han sido grandes las modificaciones que han tenido lugar y que han influido el contexto del mercado brasileños a partir de los años 80 (Andrade & Rossetti, 2004), tales como los cambios de orden político e ideológico que han tenido como consecuencia la caída del régimen militar y una nueva estructura de poder caracterizada por la alternancia, los cambios de orden geopolítico caracterizados por los “dos mundos” de conceptos doctrinarios opuestos, que con su fin provocaron un proceso de desfronterización, con la consiguiente apertura económica y la formación de bloques de libre comercio y de mercados y el favorecimiento del comercio entre las naciones y la mejoría de la calidad de los productos. Y el nuevo orden económico condujo a la apertura, a la integración y a las grandes privatizaciones que tuvieron lugar en Brasil durante el gobierno del Presidente Fernando Henrique Cardoso, que causaron un fuerte impacto en el Gobierno Corporativo por la importancia del mercado, ahora más voluminoso, en la economía.

Las empresas brasileñas se alinearon con los cambios (Andrade & Rossetti, 2004) y se adecuaron a la regulación dirigidas por agencias nacionales; innovando y produciendo en escala como factores de sustentación de competitividad, operando en un mercado globalizado con una nueva lógica de las cadenas productivas; reduciendo costes sistémicos, adoptando nuevos parámetros de eficiencia y, a través de las consolidaciones sectoriales.

Las transformaciones ocurridas causaron también impacto en el mercado de capitales. La entrada de capital extranjero, como consecuencia de la estabilización de la economía, de la ampliación del mercado, de las privatizaciones y de la confianza en la nueva estrategia brasileña, facilitó que las aplicaciones externas superaran los 30.000 millones de dólares en 1997. También se produjo la migración de compañías brasileñas al mercado internacional de capitales con el lanzamiento de ADR que proporcionó a las empresas el acceso a un mercado más sofisticado, así como a las fuentes

externas de financiamiento con tasas más competitivas que las del mercado interno.

Según Andrade & Rossetti (2009), el periodo de transición se caracterizó por las privatizaciones que proporcionaron la inversión de la tendencia de fortalecimiento del estado; por la quiebra de barreras de entrada de capitales extranjeros en el país; por las fusiones y adquisiciones; por la apertura de mercados con la reducción de los mecanismos de protección tarifaria; y uno de los más importantes de los últimos tiempos, por sintetizar los demás a través del “*trade-off*”, la apertura de la productividad con el aumento significativo de la productividad industrial brasileña.

En el ámbito más específico del gobierno, la reconfiguración del mercado de capital extranjero; el lanzamiento de ADR que, según Silva (2005), exigió la adaptación a los modelos de contabilidad y transparencia de las bolsas norteamericanas; las remodelaciones tecnológicas de la bolsa que permitieron una mayor agilidad en las negociaciones, la reducción de costes, la garantía de las operaciones y una mayor seguridad favorecieron los cambios en los modelos de gobierno, que según Andrade & Rossetti (2009) fueron los siguientes:

- adherencia a las reglas del buen gobierno, lo que aumentó el valor de las empresas en el mercado y redujo el coste de capital;
- adaptación de las demostraciones financieras a los patrones contables internacionales;
- estrategias de negocios con una mayor complejidad en función de la apertura de mercado y la competencia derivada de la globalización de grandes grupos empresariales; y,
- exigencias del Consejo de Administración y comités de gobierno más eficaces.

Las adaptaciones han venido estimulando, de acuerdo con Silva (2005), el esfuerzo en busca de buenas prácticas de Gobierno Corporativo, entre las que

se destacan la creación del Nuevo Mercado² de la Bolsa de Valores de S. Paulo; la nueva Ley de las S.A³, la reglamentación de los Fondos de Pensiones⁴; la actuación del BNDES; la edición del Código de Buenas Prácticas de Gobierno Corporativo; y recomendaciones de la CVM sobre Gobierno Corporativo.

Sin embargo, en Brasil el debate sobre el Gobierno Corporativo tuvo inicio mucho antes. Según Silveira (2010) la expresión pasó a ser utilizada a partir de los años 90. Para Galvão *et Alii* (2006), la fundación del Instituto Brasileños de Gobierno Corporativo (IBGC), en 1995, (ver Cuadro 4) organización pionera dedicada a el gobierno aún con el nombre de IBCA (Instituto Brasileño de Consejeros de Administración) estableció un marco temporal en la historia de las empresas y de las mejores prácticas de Gobierno Corporativo. El IBCG es una sociedad civil sin fines lucrativos que tiene la finalidad de *“desarrollar y difundir los mejores conceptos y prácticas para contribuir con un mejor desempeño de las organizaciones y, por consiguiente, con una sociedad más justa y responsable”* (COVA, 2006, p.12).

Cuadro 4 – Histórico del desarrollo de la Gobierno Corporativo en Brasil

	HISTÓRICO
1994	Bengt Hallqvist y João Bosco Lodi imaginan una entidad capaz de formular y debatir cuestiones del universo de los consejeros de administración. La intención es buscar nuevas reglas basadas en los movimientos de accionistas en los EEUU.
1995	Nace el Instituto Brasileño de Consejeros de Administración (IBCA).

² Nivel más elevado de Gobierno Corporativo del BM&FBOVESPA, creado con el objetivo de generar un ambiente propicio a la negociación y favorecer los intereses del inversor por la acción, la valorización de la empresa y el desarrollo del mercado.

³ Ley 11.638/2007

⁴ Resolución CMN 2829/2001

1996	El primer evento público del IBCA, en el Museo de Arte Moderno, abre un ciclo de debates inédito en el País, sobre consejeros de administración y Gobierno Corporativo.
1997	Con cuestionarios distribuidos entre 120 presidentes y consejeros de empresas, el IBCA realiza la versión brasileña de la Corporate Governance Survey, da National Association of Corporate Directors (NACD).
1998	Desarrolla el primer curso de formación de consejeros de administración, con 104 horas de duración.
1999	El Instituto pasa a denominarse IBGC (Instituto Brasileño de Gobierno Corporativo). En mayo lanza el "Código de las Mejores Prácticas de Gobierno Corporativo", centrado en el consejo de administración.
2000	Realiza el 1º Congreso Brasileño de Gobierno Corporativo. Co-organiza la 1ª Mesa Redonda de Gobierno Corporativo de América Latina, promovida por la OCDE (Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económico) y por el Banco Mundial.
2001	Lanza también la 2ª versión del "Código de las Mejores Prácticas de Gobierno Corporativo", en la que se amplía el foco del gobierno y aborda la propiedad, la gestión, la auditoría independiente y la ética, además del consejo de administración.
2002	Creado por el Instituto el Banco de Consejeros, con un registro de más de 20 consejeros independientes.
2003	Realiza la 1ª edición del Premio IBGC de Monografías y lanza la pesquisa Panorama Actual del Gobierno Corporativo en Brasil, como resultado de la colaboración entre el IBGC y Booz Allen Hamilton.
2004	Lanza en edición revisada y ampliada la 3ª versión del "Código de las Mejores Prácticas de Gobierno Corporativo" en el que se aborda de forma didáctica y detallada el papel de los diferentes públicos del gobierno. Se distribuyeron 15000 ejemplares. Co-organiza la 10ª Conferencia Anual de la International Corporate Governance Network (ICGN), en Río de Janeiro con un público récord de 600 participantes. Organiza también el Centro de Pesquisas y Conocimiento del IBGC.
2005	Publicación del primer volumen de la serie denominada "Cuadernos de Gobierno Corporativo: la Guía de Orientación para el Consejo Fiscal. IBGC lanza el libro "Una década de Gobierno Corporativo – Historia del IBGC, marcos y lecciones de la experiencia".
2006	El Instituto publica su 2º libro "Gobierno Corporativo en Empresas de Control Familiar: Casos Destacados en Brasil". Lanzamiento del 2º Cuaderno de Gobierno Corporativo: Manual Práctico de Recomendaciones Estatutarias.
2007	En el segundo semestre, el Instituto lanza el Código de Conducta del IBGC y dos cuadernos más de gobierno: el Guía de Orientación para Gerencia de Riesgos Corporativos y el Guía de Sostenibilidad para las Empresas. Publica la 2ª edición de los Cuadernos: Manual Práctico de Recomendaciones y Guía de Orientación para el

	Consejo Fiscal.
2008	Nuevas publicaciones: - Lanzamiento de los 5º y 6º documentos de la serie Cuadernos de Gobierno Corporativo: Modelo de Regimiento Interno del Consejo de Administración y Guía de Orientación para la Implementación de Portal de Gobierno; - Nueva serie de Estudios de Casos, con los volúmenes: Visión Evolutiva del Modelo de Gestión de Riesgos, Gestión Integrada de Riesgos y Gestión de Riesgos como Instrumento para la Toma de Decisiones; - Lanzamiento de la Primera Carta Directriz con el tema de la Independencia de los Consejeros de Administración – Mejores Prácticas y el Artículo 118 de la Ley de las Sociedades Anónimas. Indicadores GRI – primer año en el que el IBGC adoptó para su Informe Anual las directrices de la Global Reporting Initiative (GRI)
2009	Se lanza la 4ª edición del Código de las Mejores Prácticas de Gobierno Corporativo del IBGC en un acto especial. El Documento para abarcar nuevos temas procedentes del desarrollo del mercado de capitales y de los desdoblamientos de la crisis económica mundial de 2008. Nuevas publicaciones: - Guía de Mejores Prácticas de Gobierno para Fundaciones e Instituciones Empresariales - 2ª Carta Directriz: Mecanismos de Defensa para la Toma de Control (pisón pills). - 7º Cuaderno de Gobierno: Guía de Orientación para Mejores Prácticas de los Comités de Auditoría. - Nueva serie Experiencias en Gobierno Corporativo y su primer volumen, La Práctica de la Sostenibilidad: Desafíos vividos por Agentes de Gobierno Corporativo.
2010	IBGC es elegido Centro de Excelencia en Gobierno para América Latina, Caribe y África Lusa por el Fórum Global de Gobierno Corporativo Informe Anual de 2009 vence el 12º Premio Abrasca en la Categoría Organización no Empresarial. 11º Congreso Anual – Realizado por primera vez en Río de Janeiro, el evento reúne a más de 430 participantes y 43 conferencistas para debatir el tema: Internacionalización, Convergencia y Prácticas de Gobierno y Cambios Regulatorios. Lanzamiento de la Comunidad CCI – los consejeros certificados IBGC pasan a disfrutar de boletines especiales y conferencias exclusivas Nuevas publicaciones: - 8º Cuaderno de Gobierno: Cuaderno de Buenas Prácticas para Asambleas de Accionistas. - 9º Cuaderno de Gobierno: Cuaderno de Buenas Prácticas para Reuniones del Consejo de Administración - Libro: Gobierno Corporativo – Internacionalización y Convergencia.

Fuente: IBGC (2012) disponible en <http://www.ibgc.org.br/Historico.aspx> , página consultada el 24 Febrero de 2012, adaptado por el autor.

La primera edición del Código de las Mejores Prácticas de Gobierno Corporativo, lanzada en 1999 (IBGC, 2009), define otro marco importante en la historia de las mejores prácticas en Brasil. Este Código fue revisado en 2001, en 2004 y en 2009 y se puede observar con más detalles en el ítem 3.5 de esta tesis. (Código de Mejores Prácticas de Gobierno Corporativo). La adopción del Código, de acuerdo con SILVA (2005, p. 50), “*tiene como objetivo minimizar los conflictos de intereses y la mejoría de la estructura y formación de los consejos de las empresas*” y permitir,

según Cova (2006), que las sociedades obtengan beneficios como aumento de su valor de mercado; mejoren su desempeño; facilitar el acceso al capital y a costes más asequible, además de la deseada perennidad.

De acuerdo con el IBGC (2009), las mejores prácticas de gobierno deben estar regidas por los principios de la transparencia, de la equidad, de la prestación de cuentas y de la responsabilidad corporativa.

La transparencia será evidente en la medida en que la organización vaya más allá de la obligación y pase a incentivar el deseo de prestar la información y ofrecer a las partes interesadas las informaciones que le son pertinentes, no apenas aquellas referidas al desempeño económico-financiero, sino a todas las que se refieran a la acción empresarial y a la creación de valor, que una vez facilitadas generan un clima de confianza tanto internamente como con relación a terceros (Cova, 2006).

Para que sea patente la equidad (IBGC, id.) es necesario que la organización dispense un tratamiento justo e igualitario a todos los socios y a las demás partes interesadas (*stakeholders*). Así, actitudes o políticas discriminatorias, bajo cualquier pretexto, son inaceptables.

La prestación de cuentas (*accountability*) muestra a los agentes que al practicar el buen gobierno (Cova, 2006), deben prestar cuentas de su actuación ante la sociedad y ante quienes los eligieron y asumir la responsabilidad por los actos practicados en el desempeño de sus mandatos.

A su vez, la responsabilidad corporativa (COVA, id. p. 12) “*incorpora la idea de que los consejeros y ejecutivos de las corporaciones deben mostrar una visión a largo plazo y de sostenibilidad y acoger*

consideraciones de carácter social y ambiental". Para el mismo autor, la responsabilidad corporativa amplía el blanco de la estrategia empresarial e incorpora en ella todas las relaciones del ambiente en el que actúa. La función social de la empresa debe contemplar *"la generación de riquezas, la oferta de empleo, la promoción de la cualificación y la diversidad de la fuerza de trabajo, así como el estímulo al desarrollo científico y tecnológico y la mejoría de la calidad de vida"* (COVA 2006, p. 12) y debe realizar estas acciones por medio de procesos educativos, culturales y de defensa del medio ambiente.

Así, como apunta Cova (2006), inspirada principalmente en el *Neuer Market* alemán y también en los demás mercados europeos, como el *Nouvéau Marche*, de Francia, o el *TechMark*, de Inglaterra, o el Nuovo Mercado de Italia, con el objetivo, según Cova (2006) de tornar más interesante el mercado de capitales para el inversor brasileño, la BM&FBovespa (Bolsa de Valores de São Paulo) creó en diciembre de 2000 el Nuevo Mercado y los Niveles diferenciados de Gobierno Corporativo. Según Andrade & Rossetti (2009), se establecieron en Brasil, en realidad, cuatro mercados:

- El mercado tradicional, con reglas reglamentadas por la CVM;
- El mercado diferenciado para el listado de Nivel 1 de Gobierno Corporativo;
- El mercado diferenciado para el listado de empresas de Nivel 2 de Gobierno Corporativo; y,
- El Nuevo Mercado

La adhesión a cualquiera de los tres niveles adicionales es de carácter voluntario mediante contrato entre la Bolsa y la empresas interesadas. Fortuna *apud* Cova (2005) afirma que para alcanzar este objetivo, la BM&FBovespa consolidó estas premisas en un reglamento que clasifica las empresas en Niveles Diferenciados de Gobierno Corporativo (NDCG). Así, el grado de compromiso asumido por la empresa con relación al

NDCG permite clasificarla en el Nivel 1 o en el Nivel 2, o incluso en el Nuevo Mercado, que sería el grado máximo (ver Cuadro 5).

Según el IBGC (2012, p. 3), el Nuevo Mercado *“está dirigido principalmente al listado de empresas que abran capital, mientras que los Niveles diferenciados 1 y 2 se destinan a empresas que ya poseen acciones negociadas en la actual Bolsa de Valores, Mercados y Futuros de São Paulo (BM&FBOVESPA)”*

Cuadro 5 – Principales diferencias entre los segmentos de la BM&FBovespa

	BOVESPA MÁS	NUEVO MERCADO	NIVEL 2	NIVEL 1	TRADICIONAL
Porcentaje Mínimo de Acciones en Circulación (free float)	25% de free float hasta el séptimo años de listado o condiciones mínimas de liquidez	Mínimo del 25% de free float	Mínimo del 25% de free float	Mínimo del 25% de free float	No hay reglas
Características de las Acciones Emitidas	Solamente acciones ON pueden negociarse y emitirse, pero está permitida la existencia de PN	Permite la existencia solamente de acciones ON	Permite la existencia de acciones ON y PN (con derechos adicionales)	Permite la existencia de acciones ON y PN	Permite la existencia de acciones ON y PN
Consejo de Administración	Mínimo de tres miembros (según la legislación)	Mínimo de cinco miembros, de los que, por lo menos el 20% deben ser independientes	Mínimo de cinco miembros, de los que, por lo menos el 20% deben ser independientes	Mínimo de tres miembros (según la legislación)	Mínimo de tres miembros (según la legislación)
Demostraciones Financieras Anuales en Patrón Internacional	Facultativo	US GAAP o IFRS	US GAAP o IFRS	Facultativo	Facultativo
Concesión de Tag Along	100% para acciones ON	100% para acciones ON	100% para acciones ON 80% para	80% para acciones ON (según la legislación)	80% para acciones ON (según la legislación)

acciones PN					
Adopción de la Cámara de Arbitraje del Mercado	Obligatorio	Obligatorio	Obligatorio	Facultativo	Facultativo
Fuente:	BMFBOVESPA				(2012)
http://www.bmfbovespa.com.br/empresas/pages/empresas_governanca-corporativa.asp .					
Acceso realizado el 02/02/2012					

Para que una empresa figure en el Nivel 1 de gobierno (Cova, 2006; Andrade & Rossetti, 2009, Silva, 2005; IBGC, 2012), según el Cuadro 5, es necesario que asuma compromisos ante los inversores en lo que se refiere al suministro de informaciones que ayuden en la evaluación del valor de la empresa. De esta manera, además de los datos contenidos en los informes trimestrales (ITRs) e informes anuales (IANs), que emiten todas las empresas listadas en bolsa, las del Nivel 1 deben ofrecer las siguientes informaciones adicionales: demostraciones financieras consolidadas; demostraciones de flujo de caja consolidado; cantidad y características de los valores mobiliarios; cantidad y características de los valores mobiliarios de emisión de la compañía en poder de directores y miembros del Consejo de Administración; cantidad de acciones en circulación y su proporción con relación al capital total por tipo y clase; apertura de la posición accionaria para cualquier accionista que posea más del 55% del capital votante; divulgación de acuerdo de accionistas, manutención de acciones en circulación que representen por lo menos el 25% del capital; mecanismos de oferta pública de acciones que favorezcan la dispersión del capital; cumplimiento de la regla de *disclosure* en operaciones que incluyan activos de la compañía; prohibición de emitir partes beneficiarias; obligatoriedad de divulgar mensualmente los negocios con acciones de la empresa por parte de controladores, administradores y consejeros fiscales; realización de, por lo menos, una reunión pública anual, divulgación de los nombres de las compañías que sufran penalizaciones aplicadas por la BM&FBovespa.

Para adherirse al Nivel 2 de gobierno, entre los requisitos necesarios, lo más importante son los compromisos societarios que garantizan un mayor equilibrio entre todos los accionistas y para ello la empresa, además de cumplir todas las exigencias requeridas para el Nivel 1, deben también divulgar sus demostraciones financieras de acuerdo con los *USGAAP* y con los *IAS GAAP* (*USGAAP* y el *IAS GAAP* que son respectivamente: Principios Contables Norteamericanos y Principios Contables Internacionales) adherirse a la Cámara de Arbitraje para la resolución de conflictos societarios y ofrecer el beneficio del *Tag Along*, que asegura la extensión de las condiciones ofrecidas a los accionistas controladores en el caso de venta del control de la compañía a los demás accionistas minoritarios; conceder el derecho a voto para quienes poseen acciones preferenciales para temas de relevancia corporativa; realizar oferta pública de adquisición de las acciones en circulación tomando como base el valor de la compañía definido por una empresa especializada; debe también tener un Consejo de Administración compuesto, como mínimo, por cinco miembros, con mandato unificado de, como máximo, dos años.

Para figurar en el Nuevo Mercado los compromisos societarios que las compañías deben asumir son más exigentes para garantizar el equilibrio de derechos entre todos los accionistas. Destacamos, además de los compromisos obligatorios para los Niveles 1 y 2, la emisión de acciones exclusivamente ordinarias, en caso de venta del control accionario, el comprador extenderá la oferta de compra, en las mismas condiciones, a todos los demás accionistas; en caso de cierre de capital o cancelación del contrato del Nuevo Mercado, el controlador o la compañía, según el caso, realizará una oferta pública de adquisición de las acciones en circulación, con un valor determinado por una empresa especializada; el Consejo de Administración deberá estar compuesto, por lo menos, por cinco miembros, con un mandato unificado, como máximo, de dos años; y ampliación del nivel de *disclosure*.

En esa misma época, la BM&FBovespa (2001) comenzó a divulgar el Índice de Acciones con Gobierno Corporativo Diferenciado (ICG),

compuesto de acciones de empresas listadas en los Niveles 1 y 2 y en el Nuevo Mercado. En junio de 2001 comenzaron las primeras adhesiones.

El criterio de ponderación del índice consideró el valor de mercado por un factor de gobierno igual a 2 para el Nuevo Mercado, 1,5 para el Nivel 2 y 1 para los títulos del Nivel 1; la base del ICG se fijó en 1.0000 puntos en junio de 2001.

De acuerdo con Andrade & Rossetti (2009), el modelo brasileño de Gobierno Corporativo presenta las siguientes características:

- En cuanto a la fuente de financiamiento: el mercado de capitales brasileño, como fuente de financiamiento aún es poco expresivo con relación a otras fuentes; en Brasil predominan los financiamientos a largo plazo y la generación propia de caja.
- En cuanto al control accionario: la propiedad accionaria está concentrada. En la mayor parte de las compañías, los tres mayores accionistas poseen más del 80% del capital votante y el mayor más del 50%. Predominan las empresas familiares; de ellas el 47% son abiertas. Las empresas que no poseen controlador o grupo controlador suman menos del 10%.
- En cuanto a los conflictos de agencia: el conflicto predominante es entre mayoritarios y minoritarios.
- En cuanto a la protección legal a los minoritarios: es débil pues la legislación brasileña permite el lanzamiento del 50% de acciones preferenciales. El mecanismo de *tag along* no está previsto para acciones preferenciales.
- En cuanto a la liquidez de la participación accionaria: es especulativa y oscilante, pues la liquidez se ve afectada por el predominio de bloques de acciones de control y es bajo el nivel de *free-float*.
- En cuanto a la propiedad y la gestión: ocurre la superposición; en las listadas en bolsa la unificación se considera alta, tiene lugar en un 37% de las empresas, pero están claramente separadas las funciones del consejo y de la dirección.

- En cuanto al Consejo de Administración: es obligatorio por ley para las compañías abiertas y con baja efectividad.
- En cuanto a las fuerzas de control más actuantes: predominan las internas, pero hay una fuerte presión de fuerzas externas de control como cambios en la Ley de las S.A., adopción de niveles de gobierno, activismo de los fondos de pensiones, etc.
- En cuanto a la Gobierno Corporativo: está en evolución, pero aún esté lejos de las mejores prácticas. Sin embargo, se registran presiones para evolucionar positivamente en función de las privatizaciones, procesos sucesorios, fusiones, presencia de inversores internacionales, listado diferenciado y activismo mediático;
- En cuanto al alcance de los modelos de gobierno: está en transición con el predominio del *shareholders oriented*.

A continuación, como síntesis se presenta el Cuadro 6 que muestra una línea de tiempo comparativa entre el desarrollo del Gobierno Corporativo en el Mundo y en Brasil.

Cuadro 6 - Línea del Tiempo del Gobierno Corporativo en Brasil y en el Mundo

GOBIERNO CORPORATIVA		
AÑO	EN EL MUNDO	EN BRASIL
1992	Publicación del Informe Cadbury, considerado el primer código de Buenas Prácticas de Gobierno Corporativo. El documento, elaborado por una comisión coordinada por Sir Adrian Cadbury, surgió como respuesta a los escándalos registrados en el mercado corporativo de Inglaterra a finales de los 80. El Informe influyó las publicaciones de los futuros códigos de diversos países. GM divulga sus "Directrices de Gobierno Corporativo", considerado el primer	No hubo registro sobre gobierno en este periodo.

	código de gobierno corporativo elaborado por una empresa.	
1994	En pesquisa realizada por el Calpers (California Public Employees Retirement System), se observó que más de la mitad de las 300 mayores compañías de los EEUU habían desarrollado manuales propios de recomendaciones de Gobierno Corporativo.	No hubo registro sobre gobierno en este periodo.
1995	Publicación del Informe Viénot, marco del gobierno corporativo en Francia.	Se funda el Instituto Brasileño de Consejeros de Administración (IBCA), actual IBGC.
1996	No hubo registro sobre gobierno en este periodo.	El primer acto público del IBCA, en el Museo de Arte Moderno abre el ciclo de debates inéditos en el País sobre consejeros de administración y Gobierno Corporativo.
1997	Creación del nuevo mercado (Neuer Market) de la Bolsa de Frankfurt, Alemania. El mismo año, la Federación Japonesa de las Organizaciones Económicas lanza un informe con recomendaciones sobre Gobierno Corporativo. En septiembre estalla la crisis asiática, provocada, entre otros factores, por las malas prácticas de Gobierno Corporativo.	Se aprueba la Ley 9.457, que reforma la Ley de Sociedades Anónimas original (Ley 6.404/1976). La ley revoca el Tag Along del 100% para ordinarios y se considera un retroceso en la cuestión del derecho de los accionistas minoritarios.
1998	En julio aparece el informe británico producido por el Comité Hampel, intitulado Combined Code. El Comité de Gobierno Corporativo establecido por el Fórum de Gobierno Corporativo de Japón elabora "Los	Primer fondo dirigido al gobierno corporativo (Dynamo Puma), en el programa de Valor y Liquidez del BNDESPar.

	Principios e Gobierno Corporativo – Una Visión Japonesa ".	
1999	El grupo de Gobierno Corporativo de la OCDE abre camino a la consolidación de los Principles of Corporate Governance, divulgado en mayo con las directrices y recomendaciones sobre las buenas prácticas de gobierno.	El Instituto - IBCA – pasa a denominarse IBGC (Instituto Brasileño de Gobierno Corporativo). Lanzado el primer código brasileño sobre Gobierno Corporativo, el "Código de las Mejores Prácticas de Gobierno Corporativo ", de autoría del IBGC. CVM lanza la Instrucción 299 sobre ofertas públicas y alternancia de auditorías
2000	El Banco Mundial y Mckinsey concluyen en un estudio que los inversores están dispuestos a pagar entre un 18% y un 28% a más por empresas con gobierno. En São Paulo, tiene lugar la primera mesa redonda en América Latina cuyo resultado fue la producción de un informe con las conclusiones de la realidad de cada región.	En noviembre, el IBGC realiza o 1º Congreso Brasileño de Gobierno Corporativo, en conmemoración del 5º aniversario del Instituto, con la intención de divulgar los conceptos y prácticas de gobierno. En diciembre, la Bolsa de Valores de São Paulo (Bovespa) lanza oficialmente los segmentos diferenciados de Gobierno Corporativo: Nivel 1, Nivel 2 y Nuevo Mercado.
2001	En noviembre se divulga al mundo los problemas de fraude contable en la Enron. A raíz de este episodio diversas empresas norteamericanas son obligadas a rehacer sus demostraciones financieras. Como una de las consecuencias, la empresa de auditoría norteamericana Arthur Andersen cesa sus operaciones tras ser acusada de obstruir los trabajos de la justicia. El código producido por la OCDE es revidado e incorpora el resultado de debates internacionales.	Bovespa crea el Índice de Gobierno Corporativo (IGC) cuyo objetivo es medir el desempeño de una cartera compuesta de acciones de empresas que presenten buenos niveles de gobierno. La Ley de las S.A. es reformada y se promulga la Ley 10.303/2001, que presenta nuevos avances con relación al proyecto inicial.
2002	El congreso norteamericano aprueba la	En junio la Comisión de Valores

	<p>Ley Sarbanes-Oxley (SOX) en julio como respuesta a los escándalos corporativos en los que están implicadas grandes empresas del país, como Enron, WorldCom y Tyco, entre otras.</p> <p>Al mes siguiente, Securities and Exchange Commission (SEC) edita algunas normas complementarias y la Bolsa de Valores de Nueva York aprueba nuevos requisitos de Gobierno Corporativo como condición para el listado de las empresas.</p>	<p>Mobiliarios (CVM) lanza su cartilla sobre gobierno: "Recomendaciones de la CVM sobre Gobierno Corporativo ", dirigida a compañías abiertas. Primeros ingresos en el Nuevo Mercado: CCR y Sabesp</p>
2003	<p>En mayo, Nasdaq anuncia normas semejantes a las de la Bolsa de Nueva York.</p> <p>En diciembre estalla un escándalo corporativo en Parmalat; sería el primero de muchos problemas de Gobierno Corporativo en grandes empresas de Europa Continental.</p> <p>En Inglaterra se lanza el Higgs Report, que contiene recomendaciones sobre el papel de los consejeros externos. Aparece el Revised Combined Code, una revisión del código de gobierno británico. Las empresas del país pasan a estar sujetas a la regla del "comply or explain" (practiquen o expliquen) y son obligadas a divulgar de forma clara las eventuales prácticas de gobierno corporativo no adecuadas a las recomendaciones del código del país.</p> <p>En Alemania se publica el código de gobierno corporativo alemán que sigue</p>	<p>1ª edición del Premio IBGC de Monografías.</p> <p>Editada la pesquisa Panorama Actual de Gobierno Corporativo en Brasil, como resultado de la colaboración entre el IBGC y la Booz Allen Hamilton. CVM publica la instrucción 381 sobre servicios ofrecidos por las auditorías.</p>

	de forma similar el abordaje del "comply or explain".	
2004	<p>A partir de la recomendación de la quinta Mesa Redonda de Gobierno Corporativo en América Latina, la OCDE crea el Círculo de Compañías.</p> <p>FTSE e ISS publican el índice internacional de Gobierno.</p> <p>Australia exige la divulgación de la remuneración de los administradores.</p>	<p>Recuperación del movimiento de ofertas públicas iniciales (IPOs) en Brasil con el listado de Natura en el Nuevo Mercado. La gran mayoría de las empresas listadas ingresa directamente en el Nuevo Mercado, segmento más avanzado de gobierno corporativo de la Bovespa. El IBGC publica en revista y ampliada la 3ª versión del "Código de las Mejores Prácticas de Gobierno Corporativo" en la que aborda de forma didáctica y detallada el papel de los diferentes públicos del gobierno corporativo.</p>
2005	<p>La Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económico (OCDE) edita un documento que contiene las directrices del buen gobierno para empresas de control estatal. ICGN publica su Código de Mejores prácticas de Gobierno Corporativo: Global Corporate Governance Principles.</p>	<p>Se realiza la oferta de acciones de la primera compañía brasileña de capital ampliamente disperso (Lojas Renner), una innovación del modelo brasileño de gobierno corporativo. El IBGC completa 10 años y edita el libro: "Una década de Gobierno Corporativo – Historia del IBGC, marcos y lecciones de la experiencia".</p>
2006	<p>Se hace público un nuevo problema de gobierno corporativo en el mercado norteamericano: más de 130 empresas son acusadas de manipular las fechas de concesión de los planes de opciones de acciones de sus ejecutivos para aumentar sus lucros personales. El escándalo, conocido como options backdating, provoca el cese de más de 50 CEOs y consejeros. 2ª revisión del Combined Code (UK) con la adopción del proxy voting.</p>	<p>1ª edición del Premio IBGC/Itaú de Periodismo.</p> <p>Bovespa amplía las reglas para los niveles de listado. Ese mismo año, un caso de insider trading que ocurre durante el intento pionero de adquisición hostil de Perdigão por Sadia causa una gran repercusión en el mercado y despierta, aún más, la atención del órgano regulador para operaciones similares.</p>

	ICGN edita su guía Executive Remuneration Guidelines, cuyo foco está en la estructuración de pago de los ejecutivos a largo plazo y en las políticas de divulgación de la remuneración.	
--	---	--

Fuente: IBGC (2012) disponible en <http://www.ibgc.org.br/LinhaTempo.aspx>, página consultada el 24 Febrero de 2012, adaptado por el autor.

3.4.4. Gobierno Corporativo en Alemania

Según Silveira (2010) el modelo alemán presenta como característica el hecho de que sugiere equilibrio entre los intereses de los “*stakeholders*”, incluso por imposición legal; la alta gestión de la compañías listadas se realiza por medio de dos consejos; un Consejo Supervisor, instancia máxima de la empresa, compuesto de accionistas y trabajadores; y el Consejo Gestor que es responsable de la gestión. Sus miembros los elige el Consejo Superior. Otra característica diferencial se refiere a la limitación del mercado de acciones en el financiamiento de las empresas y el mercado de crédito cuenta con una fuerte presencia de los bancos.

De acuerdo con Andrade & Rossetti (2009) el modelo alemán presenta las siguientes características:

- En cuanto a la fuente de financiamiento: la principal fuente de financiamiento de las empresas alemanas es el crédito bancario a largo plazo y el mercado de capitales tiene participación reducida.
- En cuanto al control accionario: la estructura patrimonial está concentrada, con bancos y grandes accionista con un control sustancial del capital. Tres de los mayores accionistas de las diez mayores empresas alemanas poseen más del 50% de su capital. Los fondos de pensiones y lo pequeños inversores tienen una participación reducida en la constitución del capital de las empresas alemana.
- En cuanto a la propiedad y la gestión: el poder de los bancos es grande y controlan, tanto los intereses de acreedores como de los accionistas. Se

constata la existencia de superposición de propiedad y gestión, pero las decisiones que causan impacto en la empresa pasan por los colegiados pues el modelo alemán es enemigo de la autocracia.

- En cuanto a los conflictos de agencia: el conflicto básico de agencia mayoritarios/minoritarios ocurre por la expropiación de los intereses de los minoritarios.

- En cuanto a la protección legal a los minoritarios: la protección a los minoritarios no es la preocupación central del modelo, aunque hay una tendencia a fortalecer el mercado de acciones y dar más protección legal al inversor.

- En cuanto al Consejo de Administración: los consejos de empresas de 2.000 trabajadores son bicamerales y están compuestos de los Consejos de Administración y de Supervisión. Los trabajadores, sindicatos y accionistas designan a los miembros de la segunda camada, responsable de la gestión diaria de la empresa; en la primera, en la que se define la planificación estratégica, se encuentran los bancos. El presidente de la Dirección Ejecutiva orienta los trabajos pero comparte las decisiones con el colegiado, *“lo que tiende a provocar lentitud y cautela excesiva en las decisiones”* (SILVEIRA, 2010, p.153)

- En cuanto a la liquidez de la participación accionaria: la liquidez es baja pues hay pocas acciones en circulación.

- En cuanto a las fuerzas de control más actuantes: el control interno es predominante y son raros los casos de *“take-over”* hostil⁵.

- En cuanto al Gobierno Corporativo: se estimula por causa de la Unión Europea, pero son bajos los índices de adhesión al Código Alemán de Gobierno Corporativo y a las prácticas recomendadas por no ser una exigencia legal.

⁵ Cambio de control accionario de una empresa para otro grupo de accionistas con el objetivo de sustituir la actual gestión realizada contra la voluntad del grupo que está en el poder y de manera no amistosa, a través de una oferta pública.

- En cuanto al alcance de los modelos de Gobierno Corporativo: el modelo está claramente orientado a los “*stakeholders*” y busca atender a los intereses de todas las partes interesadas y de la sociedad; la gestión colegiada y los consejos bicamerales favorecen esta orientación.

De acuerdo con Andrade & Rossetti (2009), con relación al modelo, cabe destacar que se transforma con la integración europea y que desde 1997 Alemania ha venido introduciendo cambios que se reflejan en el mercado de capitales; el principal de ellos es la creación del “*Neuer Market*”, además de otros marcos regulatorios que han otorgado a los inversores las siguientes protecciones diferenciadas para este nuevo segmento: apenas una clase de acción y todas con derecho a voto; transparencia en los actos de gestión; publicación de resultados trimestrales, de acuerdo con normas internacionales de contabilidad; y un código de conducta en casos de “*take-over*”.

3.4.5. Gobierno Corporativo en Japón

El modelo japonés, según SILVEIRA (2010, p. 159), “*puede considerarse un híbrido de los sistemas de los accionistas como insiders y outsiders*”.

De acuerdo con Andrade & Rossetti (2009), el modelo japonés presenta las siguientes características:

- En cuanto a la fuente de financiamiento: los bancos son los principales financiadores y establecen con las compañías relaciones a largo plazo. Hay una tendencia a reducir la importancia de los bancos en el financiamiento de las empresas, a pesar de que el mercado (Silveira 2010) está bien desarrollado, con 2.390 empresas listadas en bolsa.

- En cuanto al control accionario: está concentrado y horizontalmente integrado (Keiretsu), con un grupo de empresas ligadas por la posesión de acciones. El mercado global de capitales tiende a ejercer influencia respecto a la disolución de ese sistema;

- En cuanto a la propiedad y a gestión: están superpuestas, aunque están caracterizadas por la paradoja dispersión-relaciones cruzadas. Como la

característica principal de la gestión es el consenso, el proceso decisorio es lento.

- En cuanto a los conflictos de agencia: son raros, pues el “*Keiretsu*” moviliza la energía organizacional para conquistar la mente y fortalecer el compromiso con la organización.

- En cuanto a la protección legal a minoritarios: no hay mecanismos formales de protección a los minoritarios. La protección toma como base la reputación de las empresas y se sustenta en relaciones a largo plazo. Los minoritarios se protegen mutuamente a través de las relaciones cruzadas.

- En cuanto al Consejo de Administración: está constituido por un consejo único, típico, numeroso, compuesto casi que exclusivamente de ejecutivos de las compañías, cuya indicación se recompensa por los servicios prestados.

- En cuanto a la liquidez de la participación accionaria: modelo de financiamiento que compite con el mercado de capitales, con pocas preocupaciones con el “*take over*” hostil.

- En cuanto a las fuerzas de control más actuantes: prevalecen las fuerzas internas y los bancos desempeñan un papel importante al prever las orientaciones financieras, las informaciones y directrices estratégicas. Las fuerzas externas están representadas por los mercados competitivos del sector de negocios.

- En cuanto al Gobierno Corporativo: ejerce una fuerte presión hacia los cambios, incluso culturales para disminuir la antipatía que los japoneses sienten de los accionistas, así como la creación de mecanismos de protección legal a minoritarios.

- En cuanto al alcance de los modelos de Gobierno Corporativo: empresas listadas poseen ligaciones patrimoniales sólidas con bancos, aseguradoras, suministradores y clientes. El modelo es uno de los pioneros de “*stakeholders oriented*”.

3.5.6. Gobierno Corporativo en los demás países del mundo

En América Latina, además de Brasil y de Argentina, son importantes los mercados y significativas las prácticas de gobierno corporativo, en Chile, México y Perú.

En Chile, según el IGCLA (2011), en 2010 se alcanzó el mejor nivel de protección a los accionistas minoritarios de su historia como culminación de grandes modificaciones que se introdujeron en el mercado de capitales a partir del año 2000, a través del aparato legal llamado "*Ley de Opas y Gobiernos Corporativos*", que permitió que los inversores locales disfrutaran de igualdad de derechos con respecto a quienes poseían ADRs, reguló el proceso de ofertas públicas, obligó a crear al comité de auditoría, entre otros temas importantes.

Otro aspecto importante del gobierno corporativo chileno es el hecho de que el país hace parte desde mayo de 2010 de uno de los grupos más importantes e influyentes del mundo en cuanto a la política de desarrollo económico y social: la OCDE, lo que le garantiza un sello de calidad internacional y le asegura un buen funcionamiento institucional.

Con relación a las prácticas, se observa un bajo desarrollo de los comités del Consejo de Administración. El Código de Buenas Prácticas ayuda en la difusión del gobierno corporativo, pero, en Chile, no tiene fuerza de ley.

En México, según el ICGLA (2011), el gobierno corporativo se ha desarrollado junto al mercado y las empresas que operan en bolsa están obligadas a cumplir con ciertos aspectos de la ley de Mercados de Valores (LMV), en vigor desde 2006, que establece directrices claras para dar seguridad, transparencia y confianza a los inversores, al mismo tiempo que permite que un gran número de empresas medianas vislumbren la posibilidad de captar recursos en el mercado.

El "*Código de las Mejores Prácticas Corporativas*", (CMPC), se publicó en 1999 con el objetivo de promover el gobierno corporativo en México para ayudar

también a que las organizaciones sean competitivas, buscar fuentes de financiamiento y ofrecer confianza a los inversores.

El índice de gobierno corporativo en México tiene como pilares fundamentales los seis principios de la OCDE, con los siguientes refuerzos: (a) las recomendaciones del CMPC; (b) el marco regulatorio del país; y, (c) lo que el Centro de Excelencia en Gobierno Corporativo (CEGC) ha observado como prácticas comunes dentro de la cultura de las emisoras.

A continuación (ver Cuadro 7) se presentan los principios del índice de Gobierno Corporativo en México, de los que se desprenden alrededor de 300 subíndices que profundizan el cumplimiento de cada práctica.

Cuadro 7 - PRINCIPIOS DEL ÍNDICE DE GOBIERNO CORPORATIVO
DE MÉXICO

PRINCIPIOS DEL ÍNDICE DE GOBIERNO CORPORATIVO
El marco eficaz para el gobierno corporativo en el país
Los derechos de los accionistas y las funciones claves en el ámbito de la propiedad
El tratamiento equitativo de los accionistas
El papel de las partes interesadas en el ámbito del gobierno corporativo; las transacciones relacionadas y los conflictos de interés
La divulgación de datos, transparencia y control interno
Las responsabilidades, integración y estructura del Consejo

FUENTE: ICGLA (2011, p. 52)

Los avances del gobierno corporativo en el mercado de capitales peruano, (ICGLA 2011) tienen como marco referencial la elaboración en 2002 de un código que contenía los 26 principios del gobierno corporativo aplicables a las empresas peruanas, cuya adhesión es voluntaria.

La entidad peruana responsable del desarrollo, promoción e implantación de las mejores prácticas es la Comisión Nacional Supervisora de Empresas y Valores (CONASEV)

La Bolsa de Valores de Lima (BLV), con el objetivo de promover las buenas prácticas, creó en 2008 el “Índice de Buen Gobierno Corporativo” (IBGC), para evaluar el comportamiento de los valores de las empresas que adoptan los principios de buen gobierno corporativo.

El grado de cumplimiento de los principios de gobierno corporativo (ver tabla 2) refleja un creciente compromiso en Perú con la presentación y adhesión a los principios, lo que contribuye con la adecuación de las prácticas de gobierno a los patrones internacionales.

Tabla 2 – Porcentaje de empresas listadas en la BVL que cumplieron con la presentación de informaciones sobre el grado de cumplimiento de los principios

AÑO	Nº empresas obligadas a presentar informaciones	Nº empresas que cumplieron presentando información	Porcentaje de mejoría
2006	213	185	87%
2007	218	196	90%
2008	223	203	91%
2009	223	199	89%

Fuente: CONASEV. (ICGLA, 2011, p.64)

En Asia, además de Japón, mencionase Hong Kong, Corea del Sur, India, Taiwán, China, Singapur, Malasia, Tailandia, Indonesia y Filipinas.

Según Andrade & Rossetti (2009), la adopción en Japón de las prácticas de gobierno tiene características peculiares y distintas de los demás modelos; sin embargo, en los otros países asiáticos, por influencia histórica de los colonizadores y la consecuente adopción de sus sistemas legales y culturales, se registró también esta influencia en los sistemas corporativos, lo que facilitó la absorción de los principios recomendados por la OCDE.

Lo que se percibe, según Andrade & Rossetti (2009), es que la estructura de los Consejos de Administración es unitaria, a excepción de Taiwán, debido a la influencia germánica y China, el país más lejano de las buenas prácticas. El número de miembros del Consejo de Administración es de tres en la mayoría

de los países, excepto en Taiwán y Tailandia que son cinco, en China, cuyo número varía entre 5 y 19 miembros, en Filipinas siete y el que registra menor número es Singapur con apenas dos miembros. Con relación a la acumulación de las funciones del ejecutivo principal (CEO) y el presidente del Consejo de Administración (Chairman), se recomienda en Hong Kong, Taiwán, Singapur y Malasia, pero no en los demás países.

Otro importante aspecto comparativo de los modelos es el número de comités que exige la ley. En Taiwán no se exige ninguno y en todos los demás es obligatorio el Comité de Auditoría; el de Remuneración es imperativo en Hong Kong, India, Singapur; el del Nominación se exige en Corea del Sur, China y Singapur; en China es obligatorio también el comité de estrategia.

La independencia de los consejeros es también otro factor de diferenciación; en todos los países citados tiene carácter obligatorio.

De acuerdo con Andrade & Rossetti (2009), Hong Kong es el lugar en el que se estableció y donde más se desarrolló el mercado de capitales y también donde las prácticas de gobierno están más consolidadas. Sin embargo, para los países emergentes de Asia la OCDE recomienda las adecuaciones comunes a las buenas prácticas, como informaciones a los stakeholders, responsabilidad de los administradores por las demostraciones de resultados, transparencia de las transacciones, entre otras medidas.

3.5. Código de las Mejores Prácticas de Gobierno Corporativo

En este tópico pretendemos desarrollar los principales conceptos que están implícitos en los Códigos de Gobierno Corporativo del IBGC y el Código de Mejores Prácticas de Gobierno de las Organizaciones para la República Argentina, preparado por el IAGO, así como tratar de los componentes generales y evolución de los códigos en el mundo.

Las mejores prácticas (Oliveira, 2006) representan el conjunto de recomendaciones básicas emitidas por un instituto de fomento, que las organizaciones que optan por la adopción de prácticas adicionales deben seguir para consolidar un modelo de gestión corporativa. De acuerdo con Silva (2005) un Código de Buenas Prácticas de Gobierno Corporativo está compuesto por el conjunto de reglas que tienen como objetivo tonar las buenas prácticas una cultura de la organización, institucionalizando los principios del gobierno corporativo. Según el mismo autor, hay una diversidad de códigos, en función de su destino, como normas para país o industria, como es el caso de la Cadbury, en Inglaterra, o Bussines Roundtable en Estados Unidos; como normas propuestas para grandes inversores institucionales, como el TIAA-CREF (Teachers Insurance and Annuity Association/College Retirement Equities Fund)⁶ y el CALPRES (California Public Employees Retirement system)⁷; y los códigos de empresas individuales, como el de General Motors, en EEUU.

Lodi (2000), afirmaba que existían casi 50 códigos de gobierno en el mundo y Andrade & Rossetti (2009) elaboran una compilación de su desarrollo hasta 2006, en la que constan 55 códigos, de acuerdo con el año de su creación. Silveira (2010) encuentra 256 códigos en todo el mundo adoptados por 70 países. En una consulta realizada en la página web del *European Corporate Governance Institute* (ECGI), el 31 de enero de 2012, se encontraron códigos

⁶ Fondo de Previdencia de Profesores de Enseñanza Superior de EEUU.

⁷ Sistema de Previdencia de los Funcionarios Públicos de California.

aprobados en 88 países, incluyendo en ellos algunos de carácter supranacional, como el del ECGI, OCDE, ICGN, Commonwealth, Naciones Unidas, América Latina y el Código Paneuropeo.

Sin seguir el orden de importancia o influencia de los mercados que representan, se presentan a continuación los códigos que existen en la actualidad, de acuerdo con su fecha de aprobación (ICGN, 2011):

- en 1992, tuvieron lugar la primeras publicaciones en el Reino Unido con la creación del *Cadbury Report*, en Canadá, con *The Toronto Report on Corporate Governance* y en los Estados Unidos con *Principles of Corporate Governance, Analysis & Recommendations*;

- en 1994, África del Sur;

- en 1995, en Francia con *Viénot I Report*; en Australia y el Código Paneuropeo.

- en 1997, en Holanda, con *Peters Report & Recommendations: Corporate Governance in Netherlands*; y en Japón con *Corporate Governance Principles: A Japan View*;

- en 1998, en Bélgica con *Corporate Governance: Recommendations*, en España con el *Código de Buen Gobierno*; en Tailandia y en India.

- en 1999, fue la vez de Hong Kong, de la OCDE, de Brasil con el *Código das Melhores Práticas de Governança Corporativa* del IBGC; de Australia, de México, de Corea del Sur, de Grecia, de Portugal, de la Comunidad de la Commonwealth y de Italia de crear sus códigos;

- en 2000, fue la vez de Dinamarca, Indonesia, Malasia, Alemania, Filipinas y Rumanía;

- en 2001 se aprobaron los códigos en Singapur, en la República Checa, en Suecia, en China, en Malta y en Perú;
- en 2002, se aprobaron los códigos de Paquistán, Rusia, Austria, Chipre, Hungría, Polonia, Suiza, Kenia, Taiwán, Eslovaquia e India;
- en 2003, fue el turno de Finlandia, Lituania, Nueva Zelanda, Nigeria, Macedonia, Turquía y América Latina;
- en 2004, Bangladesh, Islandia, República de Mauricio, Polonia, Eslovenia y también se aprobó el Código de Mejores Prácticas de Gobierno de las Organizaciones para la República Argentina, a cargo del IAGO;
- en 2005, fue la vez de Jamaica y Letonia;
- en 2006, se aprobaron los códigos de Gobierno Corporativo del Líbano, Bosnia, Arabia Saudita, Estonia, Israel, Naciones Unidas, Luxemburgo, Sri Lanka, Trinidad y Tobago;
- en 2007, fueron aprobados los Códigos de Bulgaria, Colombia, Kazajistán, Maldiva, Mongolia y Emiratos Árabes;
- en 2008, fue la vez de Jordania, Marruecos, Catar, Serbia y Túnez;
- en 2009, se aprobaron los Códigos de Argelia, Croacia y Montenegro;
- en 2010, fueron aprobados los Códigos de los Estados Bálticos, Bahrein, Gana, Irlanda, Malawi y Yemen; y,
- en 2011, fue aprobado el Código de Guernsey.

Según Silveira (2010), algunos códigos merecen ser destacados por su importancia de los mercados que representan o de la institución que los

elaboró; entre ellos resaltamos: el Código de la OECD, el del ICGN, o el de las Naciones Unidas, el alemán, o el francés y el de África del Sur.

Lo que se percibe a lo largo de las listas de códigos es que su origen se localiza en países ricos y, sin embargo, con una baja regulación y que posteriormente se elaboraron en países emergentes y en desarrollo;

3.5.1 El Código de Mejores Prácticas de Gobierno Corporativo del IBGC

El Código de Mejores Prácticas de Gobierno Corporativo, de acuerdo con Silva (2006) tiene fechada su primera edición en 1999 y fue publicado por el IBGC (Instituto Brasileño de Gobierno Corporativo), Instituto creado en 1995 con el nombre de Instituto Brasileño de Consejeros de Administración, (IBCA); el cambio de denominación tuvo lugar en 1999. En aquella edición el Código se centraba apenas en los Consejos de Administración.

Según el IBGC (2010), el Código se revisó en 2001 y en él se incluyeron recomendaciones a los demás agentes del sistema de gobierno, como socios, gestores, auditores y consejo fiscal. El contenido sufrió una nueva revisión en 2004; se publicó la cuarta edición, en vigor hasta el momento, en 2009. Su primera reimpresión tuvo lugar en 2010 y es la que utilizamos en esta tesis. En las dos últimas versiones el Código procuró incluir en sus recomendaciones el nuevo contexto del mercado de acciones brasileño, modificado por la inserción de nuevas empresas listadas en la Bolsa, *“la aparición de empresas con capital disperso y difuso, fusiones y adquisiciones de grandes compañías, reveses empresariales de veteranas y novatas y la crisis económica mundial”* (IBGC, 2010, p. 13), traen a la superficie fragilidades de los sistemas de gobierno corporativo de las organizaciones y refuerzan la necesidad de buenas prácticas que pudieran disminuir el impacto de la crisis.

El Código de Gobierno Brasileño está dividido en seis capítulos que abordan las prácticas y recomendaciones para cada órgano que compone el sistema de gobierno. Está dividido así:

- propiedad (socios)
- consejo de administración;
- gestión;
- auditoría independiente
- consejo fiscal; y,
- conducta y conflicto de intereses.

De acuerdo con el IBGC (2010), las buenas prácticas convierten principios en recomendaciones objetivas para optimizar el valor de la organización; se destacan entre estos principios básicos los siguientes:

- transparencia – más que la obligación de informar reside en el deseo de informar y ofrecer a las partes interesadas las informaciones que sean de su interés: las demostraciones de desempeño económico-financiero, exigencias legales, como riesgos, acuerdos y otras de naturaleza intangible.
- equidad – tratamiento justo e igualitario para todos los socios y demás partes interesadas (stakeholders), sin discriminaciones, bajo ningún pretexto;
- prestación de cuentas (accountability) – los agentes de gobierno deben prestar cuentas y asumir integralmente la responsabilidad de los actos practicados durante sus mandatos;
- responsabilidad corporativa – los agentes de gobierno deben tener objetivos a largo plazo y velar por la sostenibilidad del negocio de la empresa e incorporar acciones de carácter socio ambiental en sus operaciones y en las actividades que realicen.

En el capítulo I, que trata de la propiedad, el Código de las Mejores Prácticas de Gobierno Corporativo se afirma que cada socio es propietario de la

organización en la proporción de su participación y que se debe procurar el equilibrio entre el poder político y el económico, es decir, una acción debe equivaler a un voto, lo que propicia la sintonía entre todos los socios. Las excepciones a esta regla y las organizaciones con control definido deben justificar y divulgar con transparencia cómo se ejerce el poder político para que los demás tengan condiciones de evaluar las ventajas de permanecer o salir de la sociedad.

El código también trata del acuerdo entre los socios en lo que se refiere a la compra y venta de sus participaciones, del ejercicio del derecho de voto o del poder de control y la solución de conflictos de intereses.

La Asamblea General/reunión de los socios es la instancia máxima de la organización y a ella compete decidir sobre sus destinos. El Código define las reglas para la convocatoria y la realización de las asambleas; sobre la pauta y la documentación, el incentivo a la inclusión de asuntos de interés de los socios en la pauta de la asamblea; las reglas de votación y registro de socios; los conflictos de intereses en las asambleas; la transferencia de control; los mecanismos de protección en la toma de control; las condiciones de salida de socios; la medición y el arbitraje; el consejo de familia; la liquidez de títulos y la política de dividendos.

El segundo capítulo trata del Consejo de Administración, que se define como *“un órgano colegiado encargado del proceso de decisión de una organización con relación a su dirección estratégica y principal componente del sistema de gobierno corporativo”* (IBGC, 2010, p.29). Continúa con la definición de la misión, las atribuciones, competencias y composición, cualificación, segregación de funciones, número de miembros, consejeros suplentes, independientes, externos e internos, evaluación, órgano de apoyo y comités que se desarrollaron con más propiedad en el tópico 3.2 en el que se trató de la estructura del gobierno corporativo.

El Capítulo 3 trata de la gestión, el 4 de la auditoría independiente, el 5 aborda el consejo fiscal, también mejor desarrollado en el tópico 3.2.

El sexto capítulo trata de la conducta y de los conflictos de intereses, argumentando que, más allá del respeto a las leyes, a los principios éticos y morales de la sociedad, toda organización debe elaborar, difundir y practicar un Código de Conducta que apruebe el Consejo de Administración. El código *“debe reflejar adecuadamente la cultura de la empresa y enunciar con nitidez los principios en los que se fundamenta”* (IBGC, 2010, p. 66) y favorecer a través de mecanismos definidos las denuncias de dilemas éticos.

El Código de Conducta debe tratar de la relación entre consejeros, directores, socios, trabajadores, es decir, de todas las partes interesadas; acoso moral, sexual y discriminación en el ambiente de trabajo, relaciones con la comunidad, uso de alcohol y de drogas, entre otros temas.

El conflicto de interés, según el IBGC (2010), surge cuando se registra una parcialidad de los agentes con relación a los temas en debate que pueda llevar a un individuo a tomar decisiones por causa de motivos ajenos a los intereses de la empresa. Estos conflictos se muestran más evidentes al tratar de operaciones con partes relacionadas, como el mal uso de activos de la organización, préstamos a los controladores y formas de remuneración de asesores. Tan pronto como se identifique el conflicto de interés la persona implicada debe apartarse temporalmente hasta resolver el asunto.

Con relación a los conflictos de intereses, el Código (IBGC, 2010) destaca el uso de informaciones privilegiadas (insider information) y las define como una violación del principio de equidad; la organización debe prever en su código, en el reglamento o en el procedimiento específico las acciones que eviten y punan el uso indebido de informaciones.

Continúa el mismo Código tratando de la política de negociación de acciones, de divulgación de informaciones y sobre contribuciones y donaciones tratadas en el ítem 3.2, en las atribuciones del Consejo de Administración, que es la instancia responsable de la aprobación de las políticas, así como de acompañar y controlar su desarrollo para ofrecer transparencia en todos los costes implicados en estas operaciones.

3.5.2. Código de Mejores prácticas de Gobierno de las Organizaciones para la República Argentina.

De acuerdo con la página web del IAGO (Instituto Argentino para el Gobierno de las Organizaciones), el "Proyecto de Código de Mejores Prácticas de Gobierno de las Organizaciones para la República Argentina", comenzó a desarrollarse a mediados de 2003; el borrador inicial se presentó en la Jornada Internacional realizada en noviembre de 2003 y en 2004 se editó el Código de Mejores Prácticas de las Organizaciones para la República Argentina (2004), preparado por el IAGO, que es un organismo creado conjuntamente con FUNDECE (Fundación Empresarial para la Calidad y la Excelencia) e IDEA (Instituto para el Desarrollo Empresarial de la Argentina). El Código suministra pautas para una mejor administración y control de las empresas, con el objetivo de aumentar su valor a través del acceso al mercado de capitales, mejora de la gestión, manejo de riesgos, reducción de costes transaccionales e identificación y resolución de conflictos de interés. Están incluidas en el Código recomendaciones de buen gobierno corporativo, que incluyen la necesidad de una mayor transparencia en el gobierno corporativo. Estas recomendaciones ya han sido admitidas en la práctica internacional y al igual que ocurre en el caso brasileño, se adaptaron al contexto legal y cultural de las prácticas de las empresas en Argentina.

El Código está destinado a sociedades abiertas, pero, es conveniente que se aplique también en las cerradas, independientemente de su tamaño. Las recomendaciones que figuran en el Código son compatibles con la ley de sociedades y recomendaciones de la CNV y toman por base los principios de la OECD (Organisation for Economic Cooperation and Development), y las recomendaciones del "White Paper on Corporate Governance in Latin America", elaborado por la OECD y la IFC (International Finance Corporation), con opiniones de consenso de Argentina, Brasil, Chile, Colombia, México, Perú y Venezuela.

El IAGO pretende realizar revisiones periódicas en las que se incluirán nuevos principios o recomendaciones puntuales, como normas que se dictan sobre el asunto o prácticas aplicables a la realidad de las organizaciones de la República Argentina.

Según la página web, durante el año 2009, el IAGO e IDEA realizaron buenos trabajos con los organismos gubernamentales buscando la redacción de un

“Código Mínimo de Buenas Prácticas de Gobierno Corporativo. En esta revisión fueron considerados los grados actuales en que las compañías cumplen las mejores prácticas de GC. El nuevo Código constituye un primer paso para que las empresas conozcan los estándares y, poco a poco, vayan adoptando todo el Código”.
(IAGO, 2011, p.1)⁸

La adopción del Código es voluntaria, pero su ejercicio ayudará a las empresas cotizantes a cumplir con los 28 puntos de la Resolución 516/07 de la Comisión Nacional de Valores (CNV).

El Código de Mejores Prácticas de Gobierno de las Organizaciones para la República Argentina (2004) está dividido en nueve partes dispuestas así: el directorio, el presidente del directorio, comités del directorio, los accionistas, conflictos de intereses, transparencia, fluidez e integridad de la información, auditoría, administración y resolución de controversias y grupos de interés y responsabilidad social.

Respecto al Directorio, el Código, en cuanto a la responsabilidad general, afirma que toda la gestión de los negocios y asuntos de la empresa, como políticas y directrices deben ser responsabilidad del Directorio y deben generar valor para la empresa y para los accionistas y que todo debe surgir de la decisión de los Estatutos Sociales.

La constitución del Directorio deberá incluir un número suficiente de directores independientes y para llevar a cabo su misión de forma efectiva y eficiente tendrá que tener un número suficiente de comités.

⁸ Información Disponible en www.iago.org.ar, site ascendido en 20 feb. 2012

En cuanto a la independencia de los Directores, se deben cumplir los siguientes criterios:

- no ser miembro también del Directorio y ser independiente con relación a los accionistas que sean titulares de participaciones significativas en la compañía o en otras de interés de los accionistas;
- no estar en relación de dependencia con la Compañía ni haberlo estado en los últimos tres años;
- no haber tenido en los últimos tres años relaciones profesionales con la Compañía o con asociada que mantenga o haya mantenido en los últimos tres años relaciones profesionales o percibir remuneraciones, excepto las relacionadas a las actividades del Directorio;
- no tener participación significativa en la Compañía o Compañías en la que tengan, de forma directa o indirecta, influencia significativa, ni tampoco vender o suministrar bienes o servicios en las mismas condiciones;
- no ser cónyuge, pariente hasta el cuarto grado de consanguinidad o segundo grado de afinidad.

Es importante aclarar que en la República Argentina la participación significativa se considera aquella que represente por lo menos el 35% del capital social, o menor desde que reúna las condiciones para elegir uno o más directores.

El Código destaca también los conocimientos, aptitudes y valores que los miembros del Directorio, deben poseer; destacamos:

- tener el respeto de la comunidad y comprobado comportamiento ético;
- ser ecuanímes y poseer visión estratégica;
- demostrar antecedentes positivos con respecto a los logros obtenidos en sus cargos pasados y actuales;
- poseer capacidad para trabajar en equipo;

- poseer conocimientos y experiencia relevantes; entre otras, en contabilidad y finanzas; conocimiento del sector; gerenciamiento; manejo de crisis; liderazgo y estrategia; y
- disponer del tiempo para comprometerse con la Compañía

Además, el Director debe ser leal y diligente con la organización.

Con relación a su funcionamiento se afirma que los Comités del Directorio en los que asuma funciones de gestión, es conveniente constituir un Comité Ejecutivo, que deberá propender a la efectividad y eficiencia en el manejo del negocio, y, que este Comité deberá incluir al Ejecutivo Principal y a los ejecutivos clave, pero no a los Directores Independientes. Los comités deben asegurar el mejor funcionamiento del Directorio y una adecuada gestión.

Como mínimo deberán constituirse los siguientes: de Auditoría; de Remuneraciones; Nominaciones y Gobierno Corporativo, de Finanzas y de Riesgos. Sus funciones, conformaciones, reglamentos, actividades, obligaciones y responsabilidades están mejores descritos en el tópico 3.2.

El Directorio tiene como responsabilidades específicas, con relación a la Ley asegurar que la Compañía cumpla con todas las normas y regulaciones aplicables al negocio y también en relación con los Estatutos Sociales, que deben revisar y evaluar anualmente su aplicabilidad y proponer sus modificaciones a la Asamblea de Accionistas.

El Código de Mejores Prácticas de Gobierno de las Organizaciones para la República Argentina (2004), aborda de forma más específica los conflictos de interés, en función de la sensibilidad y relevancia del tema, afirmando que es necesario:

- “a. Asegurar que los Estatutos Sociales o el reglamento contengan normas que obliguen a los directores a informar acerca de sus intereses personales vinculados con las decisiones que le sean sometidas;*
- b. Asegurar que los directores independientes deban aprobar los contratos vinculados con los accionistas que posean “participaciones significativas” o “influencia significativa” o con terceros vinculados con aquellos;*
- c. Prever y evitar los posibles conflictos de intereses entre los accionistas, los directores y los gerentes;*
- f. Velar por el establecimiento y cumplimiento de un alto estándar de valores éticos y Morales para la Compañía.” (IAGO, 2004, p.11)*

En relación con las estrategias, los planes y el desempeño deberá definir y controlar la implantación de la estrategia general, planes de acción, políticas de riesgo, y objetivos de desempeño; así cómo, acompañar el desempeño de la gerencia y el logro de los objetivos.

También hacen parte del capítulo I del Código la relación con el Ejecutivo Principal y las gerencias, con su desempeño, la relación con la información y el control, su evaluación y capacitación, como también aspectos relacionados con la remuneración, asuntos que hacen parte del tópico 3.2 de esta tesis.

El capítulo 2, habla del Presidente del Directorio, su responsabilidad general, de asegurar un adecuado funcionamiento y control de las directrices y estrategias, así como, sus responsabilidades específicas, de previsión de liderazgo, establecimiento de los procedimientos para el trabajo del Directorio; organizar y presentar la orden del día; asegurar el flujo de información a los otros miembros del Directorio; asegurar que el Directorio cumpla sus objetivos, entre otros.

El capítulo 3 trata de los Comités del Directorio y atribuye responsabilidades generales y específicas a los Comités integrantes, así como, al Comité de Auditoría; de Remuneraciones; de Nominaciones y Gobierno corporativo y de finanzas. Algunos de estos están mejor desarrollados en el tópico 3.2.

El capítulo 4 trata de los Accionistas, recomienda el trato equitativo, el suministro de información y aspectos de la celebración, convocatoria, orden del día, mecanismos de representación, revelación de información y procedimientos de votación en las Asambleas de Accionistas.

El capítulo 5 reflexiona sobre el conflicto de interés, abordando los mecanismos que deben ser implantados para facilitar la prevención, manejo y la divulgación de los conflictos, y también las prácticas prohibidas, aparición de conflictos y política seguridad de la información, de administración y solución de conflictos.

El capítulo 6 aborda los aspectos relacionados con la transparencia, fluidez e integridad de la información, bajo el pretexto de que las informaciones deben ser confiables, pero mantener la confidencialidad de aquellas que puedan poner en peligro la posición competitiva de la Compañía.

Continúa el Código tratando de la revelación de información financiera, de información no financiera, y el informe global. En este punto la Resolución 516 de la CNV, dio en el año 2007, un nuevo impulso a las regulaciones, una vez que tomo para sí 28 recomendaciones del Código de Mejores Prácticas del IAGO (2004), y

“busca asegurar la adhesión de las empresas cotizantes utilizando el conocido principio de *“cumpla o explique”*. La resolución desarrolla en gran detalle los requerimientos para que el directorio de las empresas informe en las memorias anuales que acompañan a los estados financieros de qué forma se está cumpliendo con la normativa aplicable”. (IFC, 2011, p.2)

La Resolución 516 hace diversas recomendaciones de manera diversa y completa llamando la atención con relación a las informaciones que se deben ofrecer a las Asambleas; a las que hay que facilitar al Directorio y al informe anual del gobierno corporativo.

La resolución aborda pautas de ética y conducta y determina que las organizaciones tengan un Código de Ética, un canal de denuncias que asegure transparencia, investigación efectiva y anonimato.

El capítulo 7 tiene como pauta la auditoría interna y externa. Son iguales las obligaciones y responsabilidades en Argentina y en Brasil, pues tanto la auditoría interna, como la externa tienen las mismas obligaciones, que se describen en el tópico 3.2. Las diferencias estriban en que existe un Profesional específico, el Contador Público, que no lo hay en Brasil, para el ejercicio de la auditoría externa independiente.

Las responsabilidades de la auditoría interna son las mismas descritas en el ítem 3.2 de esta tesis en el que se hace referencia a la Estructura del Gobierno de las Organizaciones. Con relación a la auditoría externa, en Brasil puede ser dependiente o independiente. La auditoría externa tiene las mismas atribuciones y subordinaciones, pero en el caso de Argentina el auditor externo debe ser obligatoriamente independiente y para ello el código menciona qué es necesario para garantizar esa independencia y una vez más se refiere al Contador Público como el único profesional capaz de ejercer esa función.

El capítulo 8 describe los mecanismos de resolución de controversias, los grupos de interés y conflictos internos, así como también recomienda que se establezca una norma para la resolución de controversias originadas en la aplicación y el cumplimiento de los preceptos de gobierno corporativo adoptados.

Finalizando el presente tópico, observamos que el Código das Mejores Prácticas de Gobierno Corporativo del IBGC es mucho más amplio, pero el Código de Mejores Prácticas de Gobierno de las Organizaciones para la República Argentina, aborda todos los aspectos relevantes. El Código brasileño, así como el argentino se resumen en recomendaciones, con adhesión voluntaria y formal, pero, en Argentina el marco regulatorio, a través de la resolución 516, del 11 de octubre de 2007, de la CNV, transforma en

“haga o explique” al mínimo 28 puntos del Código del IAGO, a través da edición del Código de Gobierno.

3.6. Evidencias de la relación que existe entre la adopción de niveles de gobierno corporativo y el desempeño organizativo

El tema del gobierno corporativo, como se ha venido discutiendo a lo largo de esta tesis, es aún reciente, sin embargo, el número de pesquisas ha aumentado significativamente. De acuerdo con Silveira (2010, p. 6), en una investigación en los medios especializados, de 1998 a 2001, había como promedio una noticia sobre este asunto; de 2002 a 2005, 22 noticias y de 2006 a 2009, una promedio de 46 noticias. En una pesquisa realizada el 26 de diciembre de 2011 en la página web de búsqueda Google (<http://www.google.com.br>), se encontraron aproximadamente 5.140 resultados. Con relación a estudios científicos y en especial a tesis de doctorado, usando el mismo instrumento de búsqueda de Google, las páginas web de USP, UFMG, UFSC y la de CAPES, tras analizar su contenido, se encontraron cerca de 20 tesis que realmente tratan del gobierno corporativo. Al utilizar el buscador Google para el idioma español se encontraron apenas dos tesis sobre el tema “*Gobierno de las organizaciones*”, o, “*gobierno corporativo*”, y apenas en una de ellas fue posible tener acceso al contenido de la tesis.

Por encargo de la Bolsa de Valores de São Paulo, Carvalho (2003) realizó una pesquisa junto al Departamento de Economía de la USP para analizar los posibles efectos inmediatos de la aproximación a los niveles de gobierno de la bolsa de valores. Para el autor, a diferencia del “*Neuer Market*” alemán, la Bovespa innovó al permitir que empresas que ya negociaban sus acciones en el mercado abierto pudieran cambiar a niveles diferenciados, lo que se presenta como un buen “*laboratorio*” para probar los efectos del compromiso de mejores prácticas al permitir la comparación de estas empresas antes y después de la adhesión a dichas prácticas.

Del análisis de la doctrina y de las tesis, se llega a la conclusión de que hay evidencias suficientes para afirmar que las prácticas adicionales de gobierno

corporativo facilitan un mejor desempeño y además agregan un mayor valor de mercado a las empresas que las ponen en práctica. Esta conclusión es el fruto del análisis del resultado de diversas tesis que analizan los efectos de la adopción de niveles adicionales, con aspectos que se relacionan al resultado empresarial, como el *disclosure*, o la transparencia de los actos de gestión, la asimetría de informaciones, la exactitud de las previsiones, la legitimidad organizativa, la estructura de control y de propiedad, la liquidez, la volatilidad, el riesgo sistemático, los precios de las acciones, el volumen de negociación, entre otros aspectos.

En su trabajo Carvalho (2003) pesquisó, a través del estudio de evento el efecto de la adhesión a los niveles adicionales, en el precio, en la liquidez y en la volatilidad de los papeles de las empresas. Analizando resultados en bolsa, anteriores y posteriores al cambio, se constataron retornos anormalmente positivos en torno a la fecha del cambio. Con relación al volumen negociado, se constató que se produjo un aumento absoluto del volumen negociado. En lo que se refiere a la liquidez y a la volatilidad, se verificó que el componente fijo aumentó con la migración sí que represente, no obstante, un aumento de la volatilidad. Hubo también un incremento significativo de la liquidez tras el cambio aunque el precio responde menos al volumen negociado.

Concluye Carvalho que:

“la migración tiene impacto sobre la valoración de las acciones (existencia de valores anormales positivos), aumenta el volumen de negociación y aumenta la liquidez. También, posiblemente, tenemos la reducción del impacto de la volatilidad macroeconómica sobre el precio de las acciones” (CARVALHO, 2003, p. 13).

En esta misma línea Jansen e Meckling (1976) afirman que empresas con un mejor gobierno presentan operaciones más eficientes. La Porta et al (in Dalmácio, 2009) afirman que buenos modelos de contabilidad y protección adecuada a los accionistas están asociados a una menor concentración accionaria y que la concentración es una protección débil para los accionistas. Además añaden que la protección a los accionistas tiene consecuencias en el desarrollo financiero, con costes más bajos en la captación de recursos

internos y externos. Es decir, las empresas que adoptan algunas prácticas adicionales de gobierno corporativo tienden a pagar menos intereses. Afirman los mismos autores que empresas localizadas en países con protección más elevada a los accionistas minoritarios pagan dividendos más elevados y que las empresas con crecimiento acelerado pagan menos dividendos que aquellas con crecimiento lento, lo que pone de manifiesto que los accionistas protegidos están dispuestos a esperar más tiempo por la recuperación de su capital si invierten en empresas más seguras. No obstante, la cuestión relativa al pago de dividendos posee una línea de argumentación propia en el ámbito de la política de dividendos, que es una consecuencia del nivel de desarrollo de la empresa. Empresas incipientes, con un elevado potencial de crecimientos poseen un alto índice de retención (y consecuentemente un bajo nivel de *pay-out*, o de dividendos pagos). Esto ocurre porque estas empresas demandan elevadas inversiones para crecer y deben ser financiadas con la caja generada en las actividades. A su vez, empresas maduras, en posiciones de mercado ya consolidadas y sin condiciones de expandirse más tienden a pagar elevados volúmenes de dividendos a sus accionistas.

Dalmácio (2009) con el objetivo de investigar la influencia de la adopción de prácticas diferenciales de gobierno corporativo sobre la precisión de las previsiones de los analistas de inversiones del mercado brasileño, concluyó que su adopción tiene influencia positiva sobre el grado de acierto de estas previsiones. El mismo autor sugiere que la adopción de las prácticas adicionales emite una señal capaz de influir en la exactitud de las previsiones que realizan los analistas y confirma que:

“las señales emitidas por la adopción de prácticas de gobierno corporativo pueden representar parámetros en el cambio de la probabilidad condicional que definen las creencias, tanto de los analistas en la elaboración de sus previsiones, como de los inversores en la elección de sus inversiones (DALMÁCIO, 2009, p. 186)

Moreiras (2010) comparó, así como Carvalho (2010), en su tesis doctoral los efectos del gobierno corporativo sobre la información asimétrica y propone la

cuestión de la administración de intereses en conflicto entre los administradores de las empresas y sus propietarios, los accionistas, afirmando que el objetivo del gobierno es garantizar que la administración trabaje en beneficio de los accionistas procurando maximizar el valor de la empresa en detrimento de otros beneficios. El autor afirma que:

“prácticas de gobierno corporativo generan un ambiente en el que el accionista tiene un mayor poder de controlar las acciones de los administradores, de modo que trabajen según su deseo. Al mejorar la calidad de la información prestada, garantizar una mayor representación ante el consejo de administración por parte de los accionistas y adherir a una cámara de arbitraje para resolver los conflictos societarios, se configura una situación en la que los accionistas ejercen mayores poderes y, en consecuencia, tienen instrumentos para participar de las compañías” (MOREIRAS, 2010, p. 135),

Esta condición apunta hacia una garantía de que los intereses de los accionistas se sobreponen a los intereses particulares de los agentes. Para sustentar la hipótesis de que los mercados con mejores prácticas emiten informaciones que poseen atributos positivos que reducen la asimetría de informaciones, se realizó un estudio antes de la creación del Nuevo Mercado que se aplicó a las empresas tras la creación de tal mercado con niveles adicionales de gobierno corporativo. En este estudio, al comparar el resultado de las empresas antes de la creación de los mercados con niveles adicionales, se puso en evidencia la ausencia de correlación entre lucro y dividendos, tanto para empresas que harían parte del Nuevo Mercado como para aquellas que continuaron haciendo parte del mercado tradicional. Cuando fue aplicado el mismo test para las empresas tras la adopción de las prácticas adicionales previstas para el Nuevo Mercado, se constató una correlación significativa entre lucros y dividendos que no existía anteriormente y que no se registró en la misma fecha para las empresas del mercado tradicional, lo que sugiere que

las empresas listadas pasaron a presentar una política de dividendos con mayor transparencia de las informaciones, lo que se tradujo en respeto por el inversor. Se infiere también que al cumplir las reglas más restrictivas que imponen los niveles adicionales, se crea un ambiente más seguro para la inversión y, finalmente, se deduce que la creación del mercado con niveles diferenciados *“favoreció la disminución de la información asimétrica y ofreció más seguridad al inversor”* (MOREIRAS, 2010, p. 137).

Alencar (2007), al pesquisar la relación entre el nivel de *disclosure* y el coste de capital propio en el mercado brasileño verificó que el coste de capital propio tiene relación positiva con la tasa libre de riesgo y negativo con el nivel de *disclosure*. En la investigación el autor definió *disclosure* como una *“variable no observable, un concepto que incluye aspectos objetivos como la cantidad de información ofrecida y subjetivos, relacionados con la cantidad de esa misma información”* (ALENCAR, 2007, p.54). La autora, en la búsqueda de un índice, realizó diversos análisis adicionales y concluyó que, respecto a la atención de los analistas y a la relación que se establece entre el *disclosure* y el capital propio (tanto en lo que se refiere a la concentración del control de capital como a la influencia del *disclosure* en el coste del capital propio), demuestran que: 1º - el coeficiente de *disclosure* aumenta significativamente en el grupo de empresas que reciben menor atención de los analistas; 2º - se espera que la información sea más relevante para empresas con capital más disperso y 3º - se espera que el aumento del nivel de *disclosure* disminuya el coste de capital propio.

Para ALENCAR (2007, p.99),

“la relación entre disclosure y coste de capital propio está reforzada por la evidencia de que tanto el flujo de caja como el nivel de disclosure tienen relación positiva y significativa con el precio de la acción y descarta la hipótesis de que el precio de las acciones hubiera sido afectado solamente en función de las expectativas de flujo de cajas mayores”.

Silva (2005), al analizar los efectos del gobierno corporativo sobre la evaluación que el mercado realiza de las empresas, así como de las decisiones de estructura de capital y de políticas de dividendo, realizó una serie de estudios sobre la estructura de control/propiedad de las empresas brasileñas. En este trabajo, dicho autor analiza los efectos de las estructuras de gobierno corporativo sobre la evaluación que el mercado hace de las empresas y concluye que existe una relación entre estructura de control/propiedad y el valor de mercado de esas entidades, e indica que: 1º - una mayor concentración de derecho de voto de los controladores está asociada a un menor valor de la empresa; 2º - cuanto mayor es la concentración de los derechos de flujo de caja, mayor es el valor de la empresa y, 3º - cuanto mayor es la razón entre la concentración de los derechos de voto y de flujo de caja de los controladores, menor es el valor de la empresa.

El mismo autor concluye que hay una relación significativa entre la estructura de control/propiedad y la estructura de capital de las empresas brasileñas, pues los resultados de los estudios indican que el nivel de apalancamiento financiero es alto en empresas en las que se constata una gran concentración de los derechos de voto. No obstante, este apalancamiento financiero es menor cuando la empresa tiene una gran concentración del flujo de caja y es alto el apalancamiento financiero cuando hay una gran separación entre el derecho de voto y el derecho a la destinación de los flujos de caja por parte de los controladores.

Posteriormente, el mismo estudio analiza la política de dividendos con relación a la estructura de control/propiedad y concluye que existe una relación significativa entre esta estructura y el nivel de *payout*, lo que indica que empresas con una gran concentración del derecho de voto en manos del controlador tiene un bajo nivel de *payout*; empresas en la que la concentración del flujo de caja en manos del controlador es baja presentan un alto nivel de *payout*; y empresas con una clara separación entre el derecho de voto y el flujo de caja tienen un bajo volumen de *payout*.

Correia (2008), partiendo de la idea central del desarrollo de un indicador capaz de minimizar los efectos de los problemas de agencia defiende la tesis de que la calidad del gobierno de las empresas despierta la confianza de los inversores, lo que conlleva la valorización mayor de la empresa en el mercado. Las evidencias apuntadas en los estudios empíricos de su tesis soportan el argumento de que:

“la calidad del gobierno corporativo inspira la confianza del mercado, lo que se traduce en una mayor valorización de mercado de las empresas. Ello implica que el gobierno tiene un valor en el mercado, pues los inversores se disponen a pagar un precio más alto por las acciones de las compañías bien gobernadas” (CORREIA, 2008, p. 255).

Según Correia, los datos revelan una relación positiva con significancia estadística entre la Q de Tobin⁹ y el índice creado, lo que confirma la hipótesis de que el desempeño de la firma está asociado a la calidad de su gobierno.

Rossoni (2009), en una pesquisa sobre gobierno corporativo, su legitimidad y su influencia en el desempeño organizativo, adoptando el concepto de legitimidad como el grado de alineamiento a los principios estructurales y a la sedimentación de este sistema social, enfocó esta relación con las diferentes dimensiones de la legitimidad (formal, regulatoria, cultural-cognitiva y normativa) y el desempeño de las organizaciones listadas en la Bovespa. La influencia de la legitimidad se midió en los cinco aspectos del resultado de las organizaciones que el autor considera más significativos para analizar la influencia, es decir, el valor de mercado, la rentabilidad, el riesgo no sistemático, la liquidez y la volatilidad.

Rossoni concluye que con relación al valor de mercado, la adhesión al nivel adicional de gobierno corporativo del Nuevo Mercado se mostró significativa, lo que indica la disposición de los inversores para pagar más por los activos de

⁹ Modelo desarrollado por James Tobin, compara el valor de mercado de un bien o empresa y su coste de reposición. Si el Q es menor que 1 se tornan atractivos a los inversores porque su valor es mayor que el coste de reposición.

estas empresas si se comparan a las empresas del “nivel 1” y del “nivel 2”, así como a las demás empresas que componen el mercado tradicional.

Con relación a la rentabilidad, solamente en las organizaciones que pertenecen al Nuevo Mercado fue destacable, pues la adhesión a este nivel de gobierno funciona como un certificado de conducta y la mayor rentabilidad está justificada porque las empresas están mejor gestionadas, amparadas por la legitimidad.

Con relación a la liquidez, Rossoni concluye que las empresas que poseen legitimidad formal tienden a una mayor circulación de sus acciones, entre otros factores, por la seguridad que ofrecen en la transacción de sus papeles.

A propósito de la volatilidad,

“las lagunas estructurales y el Coeficiente de Agrupamiento se muestran significativos. Sin embargo, la dirección del resultado, en primera instancia fue el contrario al propuesto. La volatilidad no disminuye con la legitimidad que emana de los consejos mejor posicionados; al contrario, aumenta”. (ROSSONI, 2009 p. 179).

Vinhaes (2003), en su tesis doctoral realizada en el ambiente de la “reforma” del modelo de mercado de energía eléctrica brasileña (IEEB) centra la estructura de gobierno y el comportamiento estratégico en sistemas eléctricos realizando un abordaje del poder institucional de mercado y de la estructura de gobierno de IEEB que favorezca un comportamiento estratégica y el ejercicio del poder de mercado por parte de los agentes económicos.

Para Vinhaes, hay evidencias suficientes que comprueban la existencia de fallos en la estructura institucional de la industria que favorecen el comportamiento estratégico y perjudican la eficiencia económica, en los aspectos micro y macro de los agentes implicados. Tal afirmación está relacionada con la reforma del modelo que no contempla:

“el gobierno de los mecanismos de mercado y el gobierno de los mecanismos regulatorios que compiten entre sí, sino utilizarlos de forma complementaria para lograr los objetivos de eficiencia, lo que

significa valerse de una forma híbrida de gobierno". (VINHAES, 2003, p. 191)

Para la autora, lo que ha facilitado la existencia de fallas es el hecho de que no se haya encontrado aún la dosis adecuada de cada uno de los integrantes del modelo.

El gobierno corporativo, la estructura de propiedad y control como elementos determinantes para el desempeño de las empresas, constituyen el núcleo de la cuestión que aborda Silveira (2006), en una pesquisa que tenía como objetivo evaluar si estos mecanismos son importantes y si ejercen influencia sobre el desempeño de compañías abiertas brasileñas.

El estudio sugirió que cuanto mayor es el poder del controlador para ejercer el derecho de voto y en *"términos de disparidad de derecho de voto y sobre el flujo de caja, peor es la calidad del gobierno corporativo"* (SILVEIRA, 2006, p. 199), es decir, cuanto más se distancia la empresa del principio de "una acción, un voto", más ejerce una influencia negativa con relación a la adopción de las mejores prácticas de gobierno en las organizaciones, lo que perjudica la maximización del valor de mercado de la compañía.

Los resultados de la pesquisa de Silveira (2006) muestran que el desempeño influye en la calidad del gobierno y sugiere que las empresas con mejores desempeños son las que adoptan las mejores prácticas de gobierno corporativo. Al analizar variables de desempeño, el autor encontró una relación sobre las prácticas de gobierno apenas para el LAJIDA (Lucro antes de Intereses, Impuestos, Depreciación y Amortización). La negociación con ADR (*American Depositary Receipts*) presenta una relación positiva con el gobierno corporativo, sin embargo *"la identidad del controlador, la naturaleza de las operaciones y las oportunidades futuras de crecimiento no parecen influir en la calidad del gobierno"*. (SILVEIRA, 2006, p.201), y también la estructura de propiedad no ejerce influencia en las empresas brasileñas, pues la concentración de propiedad en Brasil es elevada.

Las pesquisas de Silveira (2006) no confirmaron la hipótesis de que una mayor calidad de gobierno se traduciría en más valor y rentabilidad de las empresas,

ya que los resultados no fueron significativos en ese sentido, excepto el Q de Tobin, lo que permite sugerir que el mercado ve con buenos ojos la adopción de las prácticas, lo que se refleja en el valor de la empresa. La concentración de acciones ON en el controlador indica un peor desempeño de la empresa.

El estudio concluye que:

“la adhesión a los niveles diferenciados de gobierno de la Bovespa (BOV) no presentó, en líneas generales, ninguna relación significativa con las variables de desempeños testadas. De esta forma, no se corroboró la hipótesis bastante difundida de que la adhesión a los niveles adicionales de gobierno de la Bovespa influye positivamente en el valor de las compañías” (SILVEIRA, 2006 p. 205).

Esa conclusión sufre restricciones, pues la mayoría de las empresas que fueron objeto de la pesquisa de Silveira, según se verifica en la tesis, pertenecía al Nivel 1 de gobierno corporativo, categoría en la que las exigencias son más leves, por lo que probablemente ejercen menor influencia en los resultados.

A su vez, para el IBGC (2011) el desempeño de las empresas que participan del Índice de Acciones con Gobierno Corporativo Diferenciado (IGC) presentan un desempeño superior, tal y como se representa en la curva del Gráfico 4 que mostramos a continuación, cuando se comparan con el Ibovespa.

El IGC tiene como objetivo medir el desempeño de una cartera teórica compuesta de acciones de empresas que adoptan niveles adicionales de gobierno corporativo y que se negocien en el Nuevo Mercado, Niveles 1 o 2 de la BM&FBovespa.

Índices - Mensal



Gráfico 4 – Comparación del Desempeño entre el IGC x IBOVEPA. Fuente: IBGC (2011)

Según Carvalhal-da-Silva (2005), el índice se creó en 2001; en 2003, para llevar a cabo una comparación se colocaron en cero ambas posiciones (ver Tabla 3) y solamente presentó un desempeño inferior en 2003. En 2011 el IGC alcanzó el 546,17% de valoración de sus acciones, mientras que el Ibovespa presentó un 389,14%, es decir, una diferencia favorable para el IGC del 157,03%.

Índices – Valorización Acumulada

	IGC	Ibovespa
2003	0,00%	0,00%
2004	78,51%	91,64%
2005	146,20%	125,77%
2006	253,93%	188,34%
2007	400,08%	283,30%
2008	557,84%	450,60%
2009	257,63%	223,63%
2010	555,81%	491,13%
2011	546,17%	389,14%

Tabla 3 – Índices – valoración acumulada – IGC x IBOVESPA. Fuente: IBGC (2011)

Soto (2003) al pesquisar sobre gobierno corporativo y las decisiones de crecimiento empresarial, buscando establecer las relaciones entre los atributos de gobierno corporativo, la estrategia de diversificación y los resultados empresariales en las Cajas de Ahorro españolas, identificó cómo los atributos están relacionados con los resultados y también cómo la estrategia de diversificación depende de los resultados empresariales. La pesquisa consideró como medida de los resultados los intereses empresariales que se pagaron, el beneficio por empleado, el indicador ROA (*return on asset*), el indicador ROE (*return on equity*), el gasto en responsabilidad social por empleado y la eficiencia empresarial.

De las diversas conclusiones a las que llegó la autora, la más destacada desde el punto de vista de gobierno corporativo, se refiere al funcionamiento, composición e importancia del consejo de administración:

“sobre la base de estas consideraciones, las entidades más grandes no son las más rentables pero si aquellas donde el consejo de administración juega un importante papel en cuanto a su dimensión así como cuanto a la independencia de sus miembros”. (SOTO, 2003, p.257)

3.7 La Bolsa de Valores de São Paulo y el Sector Eléctrico Brasileño

3.7.1. La bolsa de Valores de São Paulo – BM&FBOVESPA

Según Barcellos & Azevedo (2011) la bolsa de valores tienen su origen en Roma o en Grecia cuando la población se reunía en las plazas para tratar de comercio, que a pesar de su simplicidad ya tenía carácter internacional, pues en la Roma Antigua ya era posible consumir productos de las provincias más distantes, como aceite de España, especias de la India o cereales de Egipto. Un comercio efervescente, pero con atribuciones mucho menos complejas de las que se esperan de los mercados actuales.

El origen de la palabra bolsa, en su sentido comercial y financiero, de acuerdo con Ruiz (2003) proviene de la expresión *Van der Burse*, que era el nombre del propietario del local en el que las personas se reunían para comerciar en la ciudad de Brujas, en Bélgica.

La primera bolsa de valores que se creó fue la de París en 1141, en el reinado de Luis XII. Mucho tiempo después se fundó la Bolsa de Fondos Público de Londres, creada en 1698. La de Nueva York se instauró en 1792; en 1850 la de Ginebra y el 1870 la de Zúrich. (Barcellos & Azevedo, 2011).

En 1843, mediante la Ley nº 317 se creó la primera bolsa de valores de Brasil, la de Río de Janeiro, localizada en la *calle Direita*, que permitía que los corredores se fijasen en un único local para comprar moneda, mercancías, metales nobles, etc.

La Bolsa de Río de Janeiro contribuyó significativamente desde el principio con la expansión del sistema financiero. La Ley Eusébio de Queiroz, que en 1850 extinguía el vergonzoso comercio negrero, permitió que las inversiones que se empleaban en esclavos se destinaran a las empresas, lo que impulsó notoriamente su desarrollo; a partir de entonces se crearon 62 empresas industriales, además de las compañías de navegación a vapor, seguros, gas y de tranvías para el transporte urbano. Toda esa efervescencia económica favorecía el surgimiento de hombres de negocios, entre los que se destaca el pionero de Rio Grande del Sur, Irineu Evangelista de Souza, el Barón de Mauá,

comerciante, industrial y banquero que fue considerado el hombre más rico del mundo en aquella época como consecuencia de su asociación con ingleses, lo que le permitió controlar 17 empresas localizadas en Brasil, Argentina, Uruguay, Inglaterra, Francia y Estados Unidos. (Barcellos & Azevedo, 2011)

La ciudad de Río de Janeiro, capital del imperio se encontraba saneada y,

“...se modernizaba día a día, con los avances científicos y sociales, el comercio crecía y ya se podían ver las calles y alamedas del centro de la ciudad iluminadas con las primeras farolas de gas. La bolsa acompañó todo ese crecimiento, denominando el movimiento como compra y venta de títulos, entre los años de 1889 a 1892. Con toda esa euforia capitalista urbana, muchos historiadores creen que éste fue el punto de partida de la industrialización de Brasil”
(Enciclopedia Global, 2011, p.1)¹⁰,

Este aspecto registra con precisión la importancia del flujo bursátil para el desarrollo del país.

Por otro lado, en el Estado de São Paulo, según Barcellos & Azevedo (2011) la Bolsa Libre fue fundada en 1890 por Emilio José Pestana, en el que sería el embrión de la Bolsa de Valores de São Paulo, (BOVESPA). Cerrada en 1891, reabierta en 1895 con el nombre de Bolsa de Fondos Públicos de São Paulo, tuvo su denominación alterada en 1935 para Bolsa Oficial de Valores de São Paulo y en 1967 adoptó el nombre BOVESPA, que se utiliza hasta el año de 2008.

Hasta la década de los 60 las bolsas brasileñas eran entidades oficiales corporativas y los corredores eran nombrados por el poder público y estaban vinculados a las Secretarías de Hacienda de los estados; eran un total de 27 bolsas de valores en todo Brasil. Con las reformas del sistema Financiero Nacional y del mercado de capitales implementadas en 1965 y 1966, *“las bolsas asumieron la característica institucional (...). Se transformaron en asociaciones sin fines lucrativos, con autonomía administrativa, financiera y patrimonial. La antigua figura del corredor de fondos públicos fue sustituida por*

¹⁰ Disponible en <http://www.conteudoglobal.com/>, accedido el 18 Oct. 2011.

la sociedad corredora” (Freitas, 2011, p.2)¹¹. Las Bolsas brasileñas pasaron entonces a ser entidades auto-reguladoras, con autonomía administrativa, financiera y patrimonial, operando bajo la supervisión de la Comisión de Valores Mobiliarios (CVM); sin embargo, dejaron a un lado el aspecto filantrópico en 2007 cuando adoptaron la forma de sociedades por acciones.

Para Barcellos & Azevedo (2011) la Bolsa de Valores de Río de Janeiro (BVRJ) fue el gran mercado de acciones del país desde la fase final de periodo colonial hasta la década de los 70. No obstante, en 1971 comenzó a perder espacio para la Bovespa. En 2000 ambas se integraron, junto a las bolsas de Minas Gerais-Espírito Santo-Brasilia, la del Extremo Sur, la de Santos, la de Bahía-Sergipe-Alagoas, de Pernambuco, de Paraíba, de Paraná y la Bolsa Regional. La Bolsa de Valores de São Paulo (BOVESPA) pasó a ser entonces a bolsa de valores de Brasil.

Muchas fueron las innovaciones que implantó la Bovespa desde entonces, como el Sistema de Negociación Electrónica, los Servicios de Home Broker y el After-market. En 2005 se cerró la contratación a viva voz. Con la integración con la BM&F (Bolsa de Mercados y Futuros), que tuvo lugar en 2008, adoptó el nombre de BM&FBOVESPA y se tornó en aquel año, en valores de mercado, la tercera mayor del mundo, la segunda de las Américas y la mayor de América Latina y negocia el 80% del volumen en acciones (Ver gráfico 5). De acuerdo con Sciarretta, (2011), alcanzó el 24 de septiembre de 2010 la segunda posición en el mundo en valor de mercado: 3.400 millones de reales, atrás apenas de la bolsa de Hong Kong.

¹¹ Disponible en <http://www.newton.freitas.nom.br/artigos>. accedido el 18 Oct. 2011

BOVESPA x Bolsas da América Latina Volume negociado em ações – mar/08

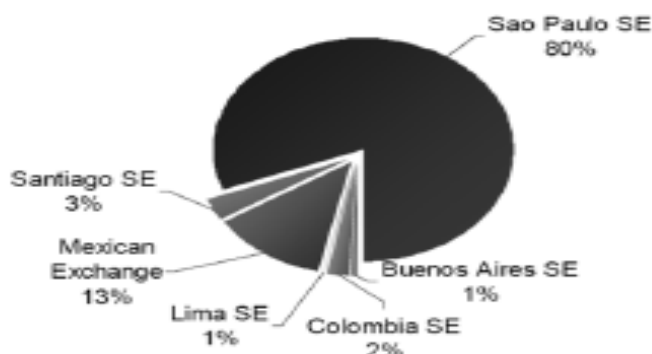


Gráfico 5 – Bovespa x Bolsas da América Latina. Fonte: WFE (2008)

3.7.2. El mercado de acciones brasileño

El contexto de la globalización que se produjo a partir de los cambios introducidos con el fin de la guerra fría, se intensificó a partir de 1990, lo que favoreció el intercambio entre las economías. Los países en desarrollo permitieron la abertura de sus mercados con el objetivo de captar recursos externos para calentar el mercado accionario y tornar mayor la participación de las bolsas en el sistema financiero.

En el caso brasileño este sistema financiero, denominado Sistema Financiero Nacional (SFN) está compuesto por el Consejo Monetario Nacional (CMN), por el Banco Central de Brasil (BACEN) y otras instituciones responsables de la captación de recursos financieros, de la distribución y circulación de valores y de la regulación de este proceso (Art. 1º. De la Ley 4595/1964). El CMN es el responsable de la definición de las directrices de actuación del sistema y para ello está ligado al Banco Central de Brasil como órgano ejecutivo y a la Comisión de Valores Mobiliarios (CVM), que tiene como función (Art. 8º. De la Ley 6385/72) regular las sociedades por acción, vigilar permanentemente las actividades del mercado de valores mobiliarios y corregir situaciones anormales en el mercado; puede suspender negociaciones, cancelar o suspender registro y prohibir a los participantes la práctica de actos que sean perjudiciales al funcionamiento normal del mercado.

El mercado brasileño está compuesto de compañías que negocian acciones en el mercado de mostrador organizado y compañías abiertas (listadas en la bolsa de valores). En el mercado abierto, foco de esta tesis, se negocian (Mundim, 2006), además de los diversos tipos de acciones¹², opción sobre acciones, derechos y recibos de suscripción, bonos de suscripción y cotas de fondos, debentures, pagarés, *Brasilian Depositary Receipts* (BDR) y certificados emitidos por instituciones brasileñas de empresas con sede en el exterior (ADR).

El mercado de los títulos negociados en bolsa puede ser realizado en el mercado al contado, en el mercado de opciones, mercado a término y mercado de futuro.

El mercado al contado ocurre cuando la transferencia de titularidad y de recursos tiene lugar hasta el tercer día posterior al cierre de la negociación en la contratación; en el mercado a término se hacen términos que incluyen préstamo de recursos para compra de la acción y liquidación futura; en el mercado de opciones se negocia el derecho de compra o venta de determinado activo por precio predeterminado; en el mercado futuro se negocian las commodities agrícolas, metálicas, petrolíferas etc.

La bolsa de valores en el mercado de capitales es la institución administradora del mercado. Según informaciones de la CVM¹³ su principal función es proporcionar un ambiente transparente, adecuado para la realización de negocios con valores mobiliarios y dar liquidez a los títulos de emisión de empresas y hacer viable su proceso de captación de recursos.

En Brasil el mercado de capitales (Rogers, 2006) nunca fue la principal fuente de financiamiento de las empresas, principalmente como consecuencia de las siguientes características de este mercado:

¹² ON, PN, PNA, PNB, PNC, PND...

¹³ Información que consta en la página web Portal do Investidor, <http://www.portaldoinvestivos.gov.br>, acceso: 03/11/2011

- baja capitalización bursátil con relación al PIB brasileño y a las fuentes de recursos de las empresas;

-inexpresivo volumen de transacciones con una promedio de dos millones de contratos-día hasta 2007; alcanzó su récord en 2010 con 2,5 millones de contratos, con un giro financiero del orden de 4.900 millones de reales en 2007 que crecieron hasta 6.500 millones en 2010 (ver Gráfico 6);

Segmento Bovespa – evolução dos volumes médios diários (R\$ bilhões)

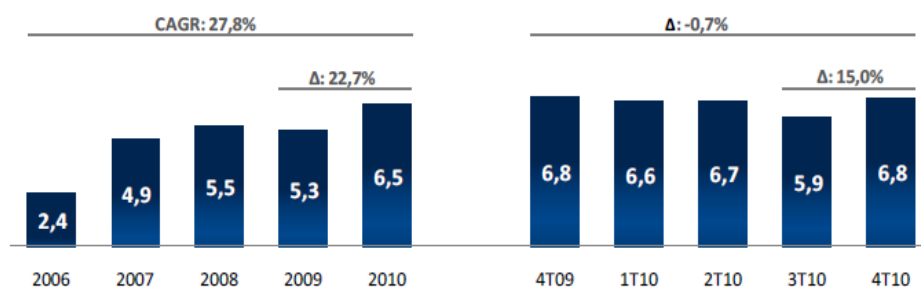


Gráfico 6 - Evolución de los volúmenes promedios diarios - Fuente: BM&FBOVESPA (2010)

- pocas emisiones primarias y secundarias en el periodo de 2004 a 2008, apenas 85 empresas lanzaron IPO (Caldeira, 2009). Según el Gráfico 7 se puede observar que el volumen de captación viene creciendo y pasó de 8.800 millones en 2004 a 70.100 millones en 2007, batiendo el récord en aquel año con IPO, con 55.600 millones y en 2010, 74.400 millones en total, valor histórico recaudado.

Segmento Bovespa – ofertas públicas (R\$ bilhões)

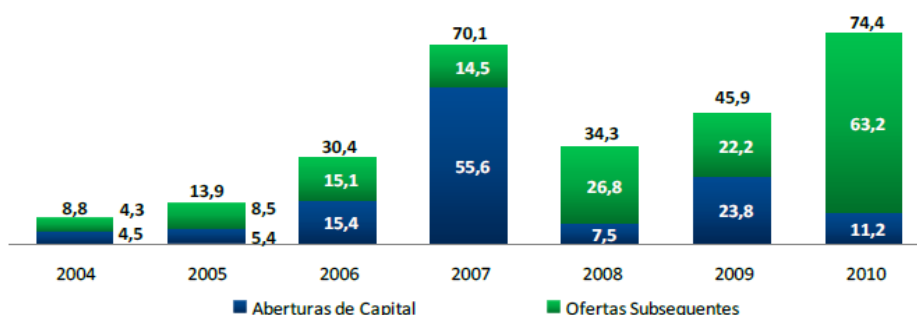


Gráfico 7 – Segmento Bovespa – Ofertas Públicas Fuente: BM&FBOVESPA (2010)

- reducido número de compañías participantes del mercado abierto. En el intervalo de la pesquisa existían en Brasil, según datos de la CVM, 345 empresas en 2002 y 456 en 2007, mientras que en la bolsa de Nueva York (NYSE), en la misma época, estaban listadas más de 5.000 organizaciones.
- alta concentración con relación al volumen de transacciones, en pocas acciones, las principales: Vale y Petrobras;
- baja liquidez;

A pesar de las críticas al significado de la participación de la bolsa de valores en el mercado brasileño, se afirma, de acuerdo con la CVM, que la bolsa ha conseguido cumplir con sus funciones al levantar capital para nuevas empresas y para la expansión de actividades de las empresas ya en operación; movilizar ahorro en inversiones que generan nuevos negocios; facilitar el crecimiento de compañías a través de adquisiciones, fusiones, etc.; redistribuir la renta al dar la oportunidad a una gran variedad de personas para que adquieran acciones de compañías y tornarlas socias de negocios lucrativos; perfeccionar el gobierno corporativo y la eficiencia de las empresas del mercado abierto; crear oportunidades de inversiones para el pequeño inversor; actuar como termómetro de la economía y ayudar en el financiamiento de proyectos sociales a través del préstamo de recursos para los gobiernos federales, provinciales y municipales para el financiamiento y desarrollo de proyectos para los que los gobierno no tienen a corto plazo condiciones de financiar.

3.7.3. El Sector Eléctrico Brasileño

El Sector Eléctrico Brasileño (SEB) opera en concesión, autorización o permiso del gobierno y suministra la energía eléctrica a todos los rincones del país. El SEB es el mayor sistema del mundo en extensión de atención, que llega al 98% de la población, es decir, se puede considerar como un servicio próximo a la universalización. Estaba compuesto, según datos de la BM&F BOVESPA (2007), entre 2002 y 2007, por 58 empresas, 12 operando en el mercado organizado de mostrador y 46 listadas en la bolsa de valores. Actualmente el

segmento eléctrico está constituido por 63 empresas, entre generadoras, trasmisoras, distribuidoras y comercializadoras (Santiago Junior, 2010).

Para entender la complejidad en la que opera el sector eléctrico es necesario comprender las características específicas del producto, que según Almeida (2003), son las siguientes:

- la electricidad tiene que ser producida y consumida al mismo tiempo, pues es perecedero y no almacenable. Esta característica exige de la industria de energía eléctrica un alto grado de coordinación, lo que, de cierta forma, contribuye para mantener el sistema vertical integrado del sector;

- la energía eléctrica es un bien íntimamente homogéneo y no es posible distinguir en el consumo su origen, si proviene de una central hidroeléctrica, eólica, termoeléctrica o si es oriunda de la energía solar, lo que favorece la transacción comercial en un mercado competitivo, pues en teoría, la homogeneidad de los productos es una condición indispensable para los mercados de competencia perfecta.

- la energía eléctrica es un bien no dirigible, lo que significa que sigue el camino de menor resistencia:

“no se puede reservar una ruta específica para la transmisión de energía de un punto a otro. En una red bien integrada el destino de la energía producida por una determinada central no dependerá de la generación y consumo de energía en toda la red” (ALMEIDA, 2003, p. 9).

En una comparación, se asemejan más a un embalse de agua que a una red vial, donde se podrían definir las rutas que se deben seguir, lo que exige de la industria una coordinación centralizada responsable de la calidad y confianza del sistema y,

- está compuesta por varios elementos: energía activa y reactiva, voltaje y la frecuencia. *“La energía activa, medida en vatios es el componente que de hecho se vende y se mide en el mercado” (ALMEIDA, id, p.10).* La energía reactiva es el resultado de la inducción de electromagnética inicial de las

bobinas de grandes motores y transformadores industriales que provocan inestabilidad en el sistema, lo que puede producir apagones y por ello exige la instalación de capacitores y el aumento de la oferta, lo que, obviamente genera costes. El mantenimiento del voltaje exige la instalación de centrales próximas al consumo para estabilizar la corriente alternada; ello le otorga a estas centrales cierto poder de mercado.

El modelo de mercado brasileño del sector de energía eléctrica está formado, según Vinhaes (2003), por grandes empresas generadoras, que a su vez lo están por diversas centrales de gran porte; los pequeños generadores, con una central solamente o con pocas pequeñas; las centrales termoeléctricas, utilizadas en la complementación del sistema; la termoeléctricas de gas; los grandes consumidores; las empresas comercializadoras; las trasmisoras que ofrecen el servicio de red y las distribuidoras que atienden a los consumidores en general. Es parte integrante del sistema la Agencia Nacional de Energía Eléctrica (ANEEL), como órgano regulador y de control de la industria, con el poder de conceder, permitir y autorizar la expansión de la oferta, así como mediar en conflictos; el Operador Nacional del Sistema Eléctrico (ONS), responsable de la coordinación y control de la operación de las instalaciones de generación y transmisión de energía eléctrica, realiza simulaciones energéticas, evaluaciones de riesgo de déficit y de condiciones de almacenamiento de agua; y el Mercado al Por Mayor de Energía Eléctrica (MAE), que es responsable de la coordinación y realización de las transacciones comerciales de compra y venta de energía eléctrica.

La ejecución y prestación de los servicios se lleva a cabo por agentes que son los responsables de la cadena de la industria del sector eléctrico y que está compuesta de la generación, transmisión, distribución y comercialización de la energía eléctrica.

La generación es el proceso en el que tiene lugar la transformación de una forma de energía primaria, como la hidráulica, fósil (carbón, petróleo), solar, de biomasa, nuclear, eólica, geotérmica y gravitatoria (de las mareas) en energía eléctrica.

Para Brasil, dos son las tecnologías significativas según Almeida (2003): la termoeléctrica y la hidroeléctrica. La primera incluye centrales de carbón, bagazo de caña de azúcar, gas natural, aceite combustible y nuclear. Para el autor presentan las siguientes características:

- su potencia máxima es constante y conocida;
- los costes de implantación y operación son conocidos por el mercado, pues la tecnología está estandarizada;
- posee ciclo de implantación corto;
- la tecnología es flexible en cuanto a su instalación, pues permite hacerlo en locales estratégicos, próxima a los insumos o a los demandantes;
- el coste es variable e incierto debido a la volatilidad del precio del combustible;
- presenta restricciones operativas y exige un tiempo considerable e incluye un coste de calentamiento antes de comenzar la producción y de enfriamiento después de la operación.

Las centrales hidroeléctricas se caracterizan por el aprovechamiento de recurso natural, abundante en Brasil, el agua embalsada, que genera fuerza motriz. Brasil posee el mayor sistema hidroeléctrico del mundo que ofrece el 90% de la energía consumida. Noruega también posee un sistema similar en términos de atención, aunque en escala menor. Las hidroeléctricas presentan como principales características Almeida (2003):

- la posibilidad de construir embalses para generación de energía posteriormente;
- su capacidad de generación es incierta y estacional y depende del agua y de la capacidad de la presa;
- su estandarización no es posible, ya que la tecnología depende de características específicas de la topografía e hidrología que generan incertezas en cuanto al tiempo y al coste de la instalación;

- el ciclo de implantación es largo;
- presenta flexibilidad operativa y no hay costes de calentamiento, basta que haya disponibilidad de agua;
- su coste variable es bajo, próximo de cero.

De acuerdo con ALMEIDA (2003, P.15)

“Una característica común a todas las centrales de generación de energía eléctrica es la existencia de costes de instalación relativamente grandes. Estos costes son básicamente los costes fijos de la firma. Se utiliza el término coste de instalación para enfatizar el hecho de que se trata de un capital bastante específico que posee pocas posibilidades de uso alternativo y que tiene, por lo tanto, marcadas características de costes irrecuperables (sunk costs). Esto constituye una barrera de entrada y de salida del mercado de generación de energía eléctrica”.

La transmisión y la distribución, según Almeida (2003, id) ligan la generación al consumidor final. La transmisión transfiere en grandes bloques, en alto voltaje la energía entre las cuencas y se caracteriza como una red de transporte al por mayor, lo que aumenta la disponibilidad de energía para el sistema.

La distribución desempeña el papel de distribución al por menor al transferir la energía en bajo voltaje y en volúmenes relativamente pequeños hasta el consumidor final.

Los costes de la transmisión y distribución están compuestos básicamente de costes de instalación. Se tiene ganancia de escala en una determinada área geográfica a medida que una única empresa obtiene la máxima eficiencia productiva (Randall, 1987), ya que puede suministrar para toda el área de interés a costes menores que si fuera ofrecido por dos o más empresas. Esto atribuye a estos dos segmentos de la industria – transmisión y distribución – la condición de monopolio natural que se puede considerar, según Baumol & Willing (in Turolla & Ohira,) como la situación de mercado en el que un único productor presentará mayor eficiencia económica y la economía de escala

ocurre solamente en el caso de producto único cuando la unidad de coste de producción disminuye con el aumento de la producción.

3.7.4. Empresas del Sector de Energía Eléctrica Brasileña (SEEB)

Entre los años 2002 y 2007, intervalo de la pesquisa, operaban en Brasil 58 empresas en el sector eléctrico, de ellas, 12 lo hacían en el mercado organizado de mostrador, 46 estaban listadas en el Bovespa y de estas, 10 fueron retiradas del estudio porque no fue posible obtener informaciones confiables; 36 disponían de informaciones en las páginas web de las propias empresas, en la página web Fundamentus y BM&FBOVESPA o en la base de datos de Económica. En cuanto al gobierno corporativo, de las 32 empresas seleccionadas, 9 presentaban niveles adicionales y 23 no adhirieron formalmente a dichas prácticas. (Ver Tabla 4)

Tabla 4 – Sector Eléctrico Brasileño

Empresas Listadas en el Mercado Abierto y Empresas Negociadas en el Mercado Organizado de Mostrador

No.	NOMBRE	COD	INICIO BOLSA	SEGMENTO	TIPO MERC	NIVEL GOB	¿DATOS?
1	AES DIST GAUCHA ENERGIA	AESL	1997	D	ABIERTO		NO
2	AES ELPA	AELP	2002	D	ABIERTO		SÍ
3	AES TIETE	GETI	1999	G, C	ABIERTO		SÍ
4	AFUENTE G & T ENERGIA	AFLT	2005	G, T	ABIERTO		NO
5	AMPLA ENERGIA SV	CBEE	1969	D	ABIERTO		SÍ
6	AMPLA INVEST SV	AMPI	2005	D	ABIERTO		NO
7	BANDEIRANTES ENERGIA	EBEN	1998	G, T, D	ABIERTO		NO
8	CEB	CEBR	1994	D	ABIERTO		SÍ
9	CEEE-DIST	CEED	2006	D	ABIERTO		NO
10	CEEE- GERTRANS	EEEL	1970	G, T	ABIERTO		NO
11	CELG PAR	CGOS	2006	G, T, D	ABIERTO		SÍ
12	CELPA	CELP	1999	D	ABIERTO		SÍ
13	CELPE	CEPE	1994	D	ABIERTO		SÍ
14	GER PARANAPANEMA	GEPA	1969	G, C	ABIERTO		SÍ

15	CEMAR	ENMA	1997	D	MOSTRADOR		NO
16	CEMAT	CMGR	1994	D	ABIERTO		SÍ
17	CEMIG	CMIG	1971	G, T, D, C	ABIERTO	N1	SÍ
18	CENT ELET SC	CLSC	1973	G, T, D	ABIERTO	N2	SÍ
19	CESP	CESP	1971	G, C	ABIERTO	N1	SÍ
20	CIA PIRATININGA F LUZ	CPFP	2002	D	ABIERTO		SÍ
21	COELBA	CEEB	1994	D	ABIERTO		SÍ
22	COELCE	COCE	1995	D	ABIERTO		SÍ
23	COPEL	CPLE	1994	G, T, D, C	ABIERTO		SÍ
24	COSERN	CSRN	1999	G, T, D, C	ABIERTO		NO
25	CPFL ENERGIA	CPFE	2000	G, D, C	ABIERTO	NM	SÍ
26	CPFL GER ENERGIA	CPFG	2001	G	ABIERTO		SÍ
27	CTEEP CIA TRANS E ELET PAULISTA	TRPL	1999	T	ABIERTO	N1	SÍ
28	DINAMICA ENERGIA	DINE	2005	D	ABIERTO		NO
29	EDP ENERGIA	EDPE	2004	D	ABIERTO	NM	NO
30	DUKE ENERGY	DUKE	1999	G, C	ABIERTO		NO
31	ELEKTRO	EKTR	1998	D	ABIERTO		SÍ
32	ELETROBRAS	ELET	1971	G, T, D, C	ABIERTO	N1	SÍ
33	ELETROPAR	LIPR	1996	G, D, C	ABIERTO		SÍ
34	ELETROPAULO METROP	ELPL	1993	D	ABIERTO	N2	SÍ
35	EMAE	EMAE	1998	G,C	ABIERTO		SÍ
36	ENERGISA	ENGI	1995	G, T, D, C	ABIERTO		NO
37	ENERSUL	ENER	1981	D	ABIERTO		SÍ
38	EQUATORIAL ENERGIA	EQTL	2005	D	MOSTRADOR		NO
39	ESCELSA	ESCE	1996	D	ABIERTO		SÍ
40	INEPAR ENERGIA	INGE	1997	G	ABIERTO		SÍ
41	LIGHT	LIGH	2004	G, D	ABIERTO	NM	SÍ
42	MPX ENERGIA	MPXE	2006	G, C	ABIERTO	NM	NO
43	PAUL F LUZ	PALF	1969	D	ABIERTO		SI
44	NEOENERGIA	GNAN	1996	G, T, D, C	MOSTRADOR		NO
45	REDE ENERGIA	REDE	1969	G, D, C	ABIERTO		SÍ
46	RIO GRD ENERG	RGEG	1997	D	ABIERTO		SÍ
47	TERNA PART	TRNA	2006	T	ABIERTO	N2	NO
48	VCB	VCBE	2006	D	ABIERTO		NO
49	TRACTEBEL	TBLE	1998	G	ABIERTO	NM	SÍ
50	521 PARTICIPAÇÕES				MOSTRADOR		NO
51	524 PARTICIPAÇÕES				MOSTRADOR		NO

52	ANDRADE GUITIERREZ				MOSTRADOR		NO
53	BAESA				MOSTRADOR		NO
54	BONAIRE				MOSTRADOR		NO
55	FORPART				MOSTRADOR		NO
56	GTD PARTICIPAÇÕES				MOSTRADOR		NO
57	PROMAN				MOSTRADOR		NO
58	UPTICK				MOSTRADOR		NO

G - Generación, T – Transmisión, D – Distribución, C – Comercialización, N1 – Nivel 1 de Gobierno Corporativo, N2 – Nivel 2 de Gobierno Corporativo, NM – Nuevo Mercado. Fuente: Fundamentus y BM&F BOVESPA. Elaboración: del Autor

3.7.5. La Industria de Energía Eléctrica Brasileña – historia y restructuración

El origen de la utilización de la energía eléctrica en Brasil está íntimamente ligada al emperador Don Pedro II, que como gran amante de la ciencia invitó en 1879 al inventor de la bombilla, Thomas Alva Edison, para que utilizase su experimento en la iluminación pública, lo que ocurrió el mismo año con la instalación de dos dinamos con seis bombillas que iluminaban el interior de la Estación Pedro II (actualmente Central do Brasil) en Rio de Janeiro (Santiago Junior, 2010).

La primera iluminación externa fue la de la *Praça da Aclamação*, en la actualidad *Praça da República*, localizada en el centro de Río de Janeiro, frente al Palacio Duque de Caxias, cuando en 1881 el Director General de Telégrafos ordenó iluminar con electricidad producida por dinamos un trecho de esa plaza. Ese mismo año la energía eléctrica se utilizó para iluminar dependencias del edificio del Ministerio de Caminos durante la Exposición Industrial.

Estos hechos caracterizan el inicio de la gran industria de la energía eléctrica y ocurrían al mismo tiempo que en Europa o en Estados Unidos, como consecuencia de las riquezas de la economía cafetera que impulsaron el crecimiento de los sectores urbanos.

En 1883 se inauguró en Brasil, en Campos dos Goytacazes, interior de Río de Janeiro, la primera central generadora termoeléctrica movida a vapor de caldera de leña, con capacidad de 52 Kw, que suministraba energía para 39 bombillas. Se considera el primer servicio de iluminación pública de Brasil y de

América Latina. El mismo año se construyó la primera hidroeléctrica del país en Diamantina, Minas Gerais, así como la primera línea de transmisión con dos kilómetros de extensión. También se inauguró ese año en Niterói la Línea Fonseca, la primera red de tranvías eléctricos de Brasil.

A finales del siglo XIX, según Gastaldo (2009), se iniciaba en Brasil la generación de energía promovida por pequeñas empresas privadas o de propiedad de municipios destacados en el escenario nacional. En 1887 la ciudad de Porto Alegre en Río Grande do Sul, se tornó la primera capital que tenía un servicio de suministro regular de energía a particulares que provenía de la Compañía Fiat Lux.

La primera hidroeléctrica brasileña para servicios de utilidad pública se inauguró en 1891. Estaba instalada en el río Paraibuna y producía energía para la ciudad de Juiz de Fora en Minas Gerais; era considerada una central de gran tamaño y poseía dos alternadores de 125 Kw

De acuerdo con los dictámenes de la Constitución Federal de 1891, las concesiones para la distribución de energía eléctrica las otorgaban los gobiernos municipales. Cabía a los estados el poder de permitir al sector privado el aprovechamiento de las caídas de agua, lo que permitió, ya en los inicios del siglo XX, con la llegada de empresas cesionarias extranjeras, aumentar la oferta y la demanda de energía, haciendo posible el consumo urbano e industrial, aunque siempre en áreas próximas a la producción.

La utilización creciente de energía eléctrica en los diversos sectores nacionales, llevó a la promulgación de la Ley nº 1.145, de 31 de diciembre de 1903 y del Decreto nº 5.704, de 10 de diciembre de 1904, en el inicio de la regulación de la concesión de la energía eléctrica en Brasil, que *“autorizaban al gobierno federal a promover, por vía administrativa o por concesiones, el aprovechamiento de la energía hidráulica de los ríos brasileños para fines de servicios públicos y facultar el uso de los excedentes para autoconsumo en actividades agroindustriales”*. Esta Ley e el Decreto están considerados el inicio de la regulación del sector en Brasil.

De acuerdo con Gastaldo (2009), simultáneamente tuvo lugar la concentración empresarial a través de cesionarias extranjeras que adquirirían las empresas nacionales y se produjeron significativos avances en la tecnología de generación de energía. La economía cafetera del Estado de S. Paulo fue fundamental en esta fase porque permitió el desarrollo de importantes actividades económicas que favorecieron la evolución del sector de energía eléctrica, como la construcción de vías de ferrocarril, la urbanización de las ciudades estimulada por el éxodo rural que se iniciaba, el incremento de actividades comerciales y de servicios, así como el surgimiento de las primeras industrias. Aun así, *“en aquellas época era muy difícil construir una central eléctrica. Brasil no tenía ninguna fábrica de máquinas térmicas, ni poseía grandes reservas exploradoras de carbón y petróleo, que son los combustibles de esas máquinas”*. (DELTA, 2010, p. 1114) Esta realidad se altera a partir de la 1ª Guerra Mundial, pues, al verse dificultada la importación de muchos bienes, la industria nacional comenzó a producirlos, principalmente en São Paulo, donde se consumía mucha energía.

Con incentivos del gobierno muchas empresas extranjeras se instalaron en el país y en 1930 Brasil ya poseía 891 centrales, 541 hidroeléctricas, 337 térmicas y 13 mixtas. La industria eléctrica estaba entonces sostenida financieramente por el capital extranjero, que según GASTALDO (id, p. 45)

“tenían el permiso del poder público para ofrecer los servicios; la sociedad comenzó a cuestionarse sobre aspectos como la fijación de las tarifas y el control de los lucros de estas empresas y a final de la década de los 30, clamaba por la intervención del gobierno en el sector”.

Éste fue el argumento que utilizó la población para exigir que el Estado invirtiera para competir con la iniciativa privada y disminuir así los precios de la energía.

De acuerdo con Gastaldo (2009), el Presidente Vargas promulgó a través del Decreto nº 24.643, el Código de Aguas que fue el instrumento regulatorio que permitió la intervención en el sector que aseguraba al sector público la posibilidad de controlar rigurosamente las concesionarias de energía eléctrica.

El Código disponía sobre la propiedad de las aguas y su utilización y también versaba sobre el otorgamiento de las autorizaciones y concesiones de energía eléctrica, incluyendo precios de tarifas y competencias de los estados en su ejecución. El código atribuye con exclusividad a la Unión la competencia de legislar sobre el sector de energía, otorgar concesiones y servicios complementarios de generación, transmisión y distribución.

Las principales alteraciones introducidas por el Código de Aguas referentes al sector eléctrico estribaban en que las concesiones sólo recaerían sobre brasileños o sobre empresas organizadas en Brasil y no permitiría más la libertad tarifaria, exigiendo incluso que las tarifas fueran estipuladas únicamente en moneda del país y no en oro equivalente, que era el patrón aceptado universalmente en la época. Estas medidas desestimularon el aporte de nuevos recursos de las empresas extranjeras, lo que provocó que el país invirtiera en la generación de energía y que la mayoría de los estados organizaran sus compañías de energía eléctrica. Así, alrededor de 1943 se crearon diversas compañías federales y estatales como CEEE-RS, CHESF, CELG, CEMAR, CEMIG, COPEL, CEMAT, ESCELSA, FURNAS, COELBA y CEAL ENERGIPE, entre otras.

A continuación se creó la estructura que dio sostén al sector hasta los años 90. Se destaca en 1962 la Comisión de Nacionalización de las Empresas Concesionarias de Servicios Públicos, para tratar de la nacionalización de las empresas extranjeras. El mismo año se creó Eletrobrás, holding de varias concesionarias y responsable de la administración de los recursos procedentes de préstamos compulsorios, necesarios para las obras de expansión del sector. En 1965 se produjo una transformación que permitió el surgimiento del Departamento Nacional de Aguas y Energía Eléctrica (DNAEE), que, aliado a un contexto favorable para la obtención de préstamos, contribuyó significativamente con la ejecución de la política de infraestructura que se conoce como “milagro brasileño”.

De las década de los 60 a la de los 80 muchas fueron las innovaciones y ampliaciones del potencial energético y de la estructura legal del sector, como

la creación en 1960 del Ministerio de Minas y Energía, del que dependían La Comisión Nacional de Aguas y Energía Eléctrica (CNAEE) y la Comisión Nacional de Energía Nuclear (CNEN); la creación de las Centrales Eléctricas Urubupungá, (CELUSA), la Compañía de Servicios Eléctricos de Río Grande do Norte (COSERN) y la Distribuidora de Energía Eléctrica de Sergipe (ENERGIPE) en 1961; la creación de ELETROBRÁS, en 1962; CESP, en 1966; ELETROSUL, la termoeléctrica de Santa Cruz, hasta hoy la mayor de su tipo en el país, en 1968; en 1969, entra en operación la hidroeléctrica del Funil; en 1973, se crea el Grupo Coordinador de Operaciones Inter ligadas (GCOI), se firma el contrato de Itaipú entre Brasil y Paraguay, también se crea Nuclebrás y CEPEL. En 1979 destaca la nacionalización de Light, la entrada en operación de la Central Hidroeléctrica de Sobradinho; en 1981, la creación de Eletropaulo; en 1984, la entrada en funcionamiento de la Central Hidroeléctrica de Tucuruí e Itaipú Binacional (14.000MW) aún hoy, la mayor central hidroeléctrica del mundo en generación de energía (ver Ilustración 1); en 1985, la entrada en operación de la Central Termonuclear Angra I.



Ilustración. 1 – Itaipú Binacional – Acervo de la página web de la Empresa

En las décadas de los 70, de los 80 de parte de los 90 predominaba la generación no inter-ligada. Sin embargo, en 1990 se creó el Sistema Nacional de Transmisión de Energía Eléctrica (SINTREL), que se proponía acabar con el sistema vertical en el sector y hacer posible la competición en la generación, distribución y comercialización de energía eléctrica. La Ley 9.074/1995 normaliza las concesiones y las prórrogas de las concesiones de los servicios públicos y crea la figura del productor independiente que permite comercializar energía eléctrica directamente con el consumidor, independientemente de la

clase a la que pertenece. El mismo año, el decreto nº 2.003, reglamentó la producción independiente y por auto productor. También en 1995, como parte del Programa Nacional de Desestatización del sector de generación y distribución, se realizó la subasta de Escelsa.

En 1997 la Ley nº 9.427, instituyó la Agencia Nacional de Energía Eléctrica (ANEEL), con la finalidad de regular y controlar la producción, transmisión y comercialización de energía eléctrica. En 1997, Eletropaulo fue reestructurada para dar origen a Eletropaulo Metropolitana, la Empresa Bandeirante de Energía (EBEN), a Empresa Paulista de Transmisión de Energía Eléctrica (EPTE) y la Empresa Metropolitana de Aguas y Energía (EMAE).

En 1998, a través del Decreto nº 2.655, se reglamentó el Mercado Al por Mayor de Energía (MAE) y también se definieron las reglas de organización del Operador Nacional del Sistema Eléctrico (ONS). El ONS se creó con el objetivo de operar el Sistema Integrado Nacional (SIN) y administrar la red básica de transmisión de energía del país.

A partir de 1999, regulaciones de la ANEEL para favorecer el calentamiento de la comercialización de excedentes de energía eléctrica y, de modo específico, la resolución 112/99, que simplificó los procedimientos de autorización; la resolución 281 y 282/99, que permitió el libre acceso a la red y tarifas locales; la resolución 371/99, reserva de capacidad (Back-up), la resolución 021/00, califica la actividad de cogeneración.

En 2000, Brasil importó de Argentina uniendo las estaciones de Santo Angêlo e Itá con las de Rincón y Garabi en la más importante compra de energía realizada entre los dos países.

A partir de 2000 el gobierno abrió una línea de financiamiento del Banco Nacional de Desarrollo (BNDES) que provocó un mayor interés de compra de las distribuidoras.

A pesar de las acciones, en mayo de 2001 Brasil pasó por una terrible crisis de energía eléctrica acentuada por la falta de lluvia y se implantó un programa de racionamiento en todo Brasil que se prolongó en determinadas áreas hasta

febrero de 2002. Tras la entrada en funcionamiento de centrales de gas natural (Eletrobold y Macaé Marchant) e hidroeléctricas (Lajeado y Machadinho) el programa de racionamiento concluyó.

En 2002 se promulgó la Ley 10.433 que creó el Mercado Al Por Mayor de Energía Eléctrica (MAE), empresa constituida como persona jurídica de derecho privado. Con la extinción de la Cámara de Gestión de la Crisis de Energía Eléctrica (GCE), para sustituirla se creó la Cámara de Gestión del Sector Eléctrico (CGSE), con la atribución de proponer directrices de la política del sector de energía eléctrica, además de la gerencia del Programa Estratégico de Emergencia para el aumento de la oferta de energía.

En 2003, el Gobierno Federal lanzó el programa Luz para Todos que llevó hasta 2008 luz a 12 millones de brasileños, de ellos 10 millones residente en áreas rurales. También en 2003 el grupo AES se reestructuró por causa de la deuda con el BNDES y se crearon nuevas empresas: Brasiliana Energía para ejercer el control accionario de AES Tietê, Eletropaulo y AES Uruguaiana Empreendimentos S.A.

En 2004 se aprobaron las Leyes 10.847 y 10.848 que crearon el Nuevo Modelo del Sector Eléctrico que presenta la siguiente estructura (Fig. 4):

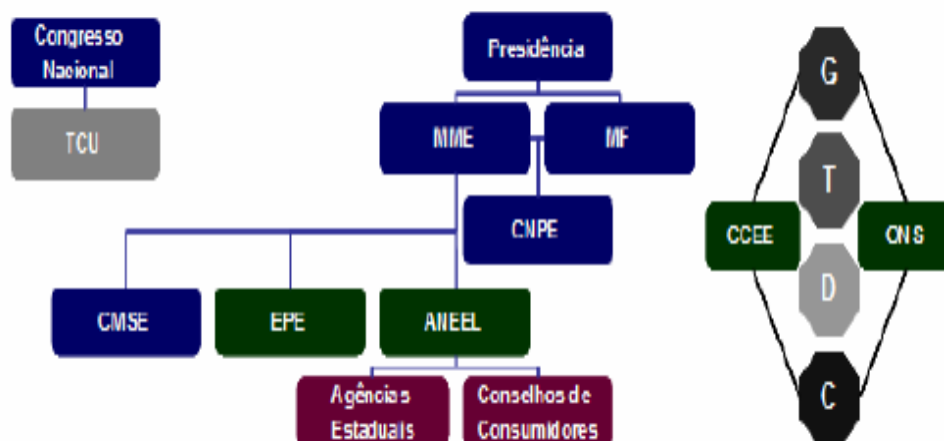


FIG. 4 – Nuevo Modelo del Sector Eléctrico Brasileño Fuente: ANEEL (2004)

ANEEL – Agencia Nacional de Energía Eléctrica

C – Consumidor

CCEE – Cámara de Comercialización de Energía Eléctrica

CMSE – Comité de Comercialización de Energía Eléctrica

CNPE – Consejo Nacional de Política Energética

D – Distribuidora

EPE – Empresa de Pesquisa Energética

G – Generadora

MF – Ministerio de Hacienda

MME – Ministerio de Minas y Energía

ONS – Operador Nacional del Sistema Eléctrico

T – Transmisora

TCU – Tribunal de Cuentas de la Unión

3.7.6. La Regulación del Sector Eléctrico Brasileño

Según Santiago Junior (2010), a partir de la década de los 90 los países occidentales iniciaron un proceso de intervención en la economía para corregir los déficits en los balances públicos presentados como consecuencia de la mala gestión del estado y en la regularización de los servicios de suministro de energía eléctrica por las empresas públicas, hasta ese momento responsables de la mayoría de la prestación de estos servicios; lo hacían muy por debajo de la demanda por falta de inversiones en las empresas en operación y en nuevos parques. Como consecuencia se produjo una reestructuración en los más diversos sectores de la economía con el objetivo de captar recursos privados, especialmente los extranjeros (Moritz, 2001). Una onda de privatizaciones barrió en ese momento Europa, Estados Unidos y países menos desarrollados de Asia y de América Latina, incluyendo Brasil, Argentina y Chile, entre otros.

La reforma administrativa tenía como objetivo introducir la deseada competencia en los servicios (Santiago Junior, 2010). Sin embargo, la virtud no caracteriza el mercado y dicha reforma no produjo los efectos beneficiosos esperados. En ese contexto es en el que emerge la regulación como función de

estado, procurando corregir a través de intervenciones los desvíos del bienestar social provocados por el mercado, ya sea por la acción de monopolios, por la asimetría de información, por la ausencia de niveles adicionales de gobierno corporativo o por el suministro insuficiente de bienes y servicios.

La regulación, según Vinhaes (2003),

“es el conjunto de reglas o acciones específicas e implementadas por agencias administrativas para interferir directamente en el mecanismo de asignación de mercado, o indirectamente, alterando las decisiones de oferta y demanda de consumidores y productores”,

Se evita así que las empresas monopolicen excesiva cantidad de poder de mercado. Para Fiani (Appud Paternostro, 2008) la regulación es *“la acción del estado que tiene por finalidad la limitación de los grados de libertad que los agentes económicos poseen en su proceso de toma de decisiones”*. En este contexto, el Estado debe regular con rigor los mercados caracterizados por el monopolio y flexibilizar con una regulación mínima los sectores en los que está próxima la competencia perfecta.

La regulación se lleva a efecto, en palabras de Vinhaes (2003), por medio de leyes anti trust y por la regulación de precios. Con la regulación se limita el poder de mercado de vendedores y compradores, que no podrán actuar utilizando adquisiciones, fusiones, colusiones y otros mecanismos de dominio que provocarían perjuicios al bienestar social, a la equidad e imparcialidad al permitir lucros desproporcionados a las empresas, penalizando a los consumidores.

Enseña Malaguci (2009) que la regulación en el sector eléctrico brasileño ya ocurría hasta los años 30; en un primer momento de manera aislada e incipiente. Desde los años 30 hasta inicios de los 90 se vivió el segundo momento caracterizado por una industria eléctrica que se expande mediante la utilización de la economía de escala y que se caracterizaba por el monopolio estatal vertical en la generación, en la distribución y en la transmisión; la regulación se llevaba a cabo a través del coste de los servicios o del coste

histórico. A partir de 1993, con el Plan Nacional de Desestatización (PND), se cuestionaron los monopolios naturales para ampliar la competencia en el sector e implantar en Brasil el régimen “*price cap*”, que iguala los precios a los costes marginales en el establecimiento de las tarifas (ver gráfico 5)

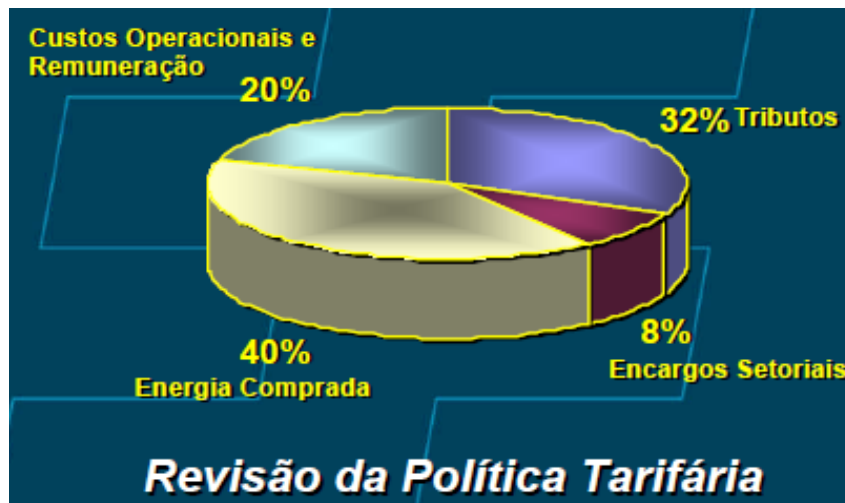


Gráfico 8 - Política Tarifaria Actual Fuente: ANEEL (2009)

La regulación (Santiago Junior, 2010) encuentra respaldo en la sociedad que se ha manifestado más productiva en un ambiente de red y que no se adecúa más en una estructura piramidal. En este contexto el Estado se ve en la obligación de favorecer los procesos de negociación y de mediación apartándose del modelo centralizado de prestación de servicios y salir de la producción para pasar a actuar a través de las agencias reguladoras, que son la expresión de un nuevo “*modus operandis*” del ejercicio de poder. En la regulación tiene lugar la utilización intensiva del “*soft Law*”, en la que el aspecto normativo del Estado se expresa a través de avisos, consejos, orientaciones y recomendaciones ofrecidas de manera diferenciada, contextualizada y proporcional, que permite al operador la capacidad de adaptarse a las complejas relaciones establecidas por la sociedad.

En función de la implicación humana, todo ello no ocurre exactamente de esta manera. La falta de un foco común de objetivos y la asimetría de informaciones entre los diversos integrantes del sector conllevan una probable ineficiencia que afecta a la formulación y a la implantación de la regulación,

“un caso clásico deriva de la captura del regulador, lo que ocurre cuando el órgano regulador pasa a confundir el bien común con los intereses de la industria que debería ser reglamentada por él. En este caso se rompen los papeles en la relación entre el principal (regulador) y el agente (compañía) y el primero pasa a ser agente o aliado de las compañías de la industria (...) la solución de este problema encuentra dificultades, pues los objetivos de los agentes y principales son normalmente divergentes y las informaciones disponibles para ambos son diferentes; la compañía está mejor informada que el regulador sobre las condiciones de coste, por ejemplo. El regulador, a su vez, quiere inducir a la compañía a tomar decisiones de precio, producción e inversión que respondan a los intereses de la sociedad en las condiciones dadas de costes (SANTANA & OLIVEIRA, Appud VINHAES, 2003, p. 26)

La regulación, de acuerdo con Marques (2005) se justifica en los sectores que no ofrezcan condiciones ideales para que se establezca la competencia (ver Figura 4), como la que ocurre en los mercados “típicos”. Vinhaes (2003) aclara que entre estos sectores están los considerados de infraestructura, como las distribuidoras y transmisoras de energía eléctrica, que son monopolios naturales y en los que la reglamentación de precios es más fuerte.

En la generación y en la comercialización, con el objetivo de estimular la competencia y favorecer la caída de los precios para el consumidor final, el modelo que propone la ANEEL (Figura 9), indica una regulación mínima que disminuya las barreras para facilitar la entrada en el segmento.

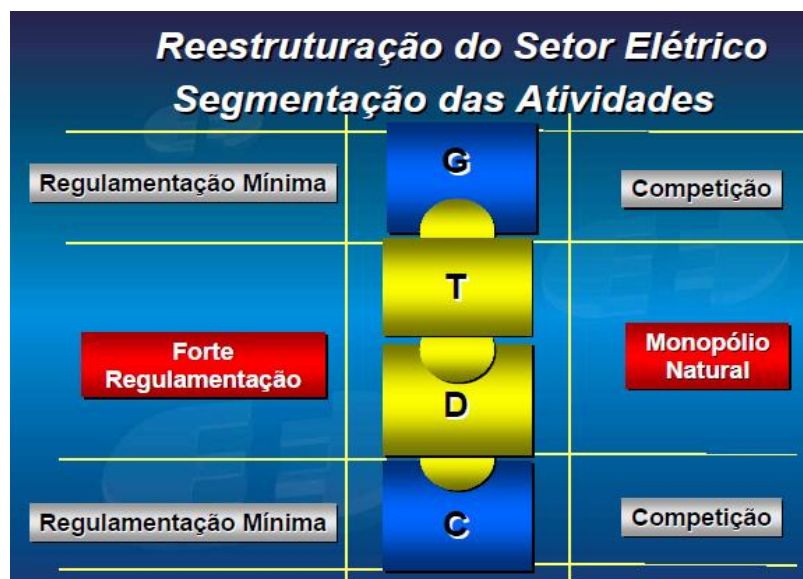


Gráfico no. 9 – Reestruturação do Setor Elétrico Fonte: Aneel, (2001)

En Brasil, según Vinhaes (2003), el Consejo de Administrativo de Defensa de la Competencia (CADE), y la Secretaría de Derecho Económico (SDE), ambos subordinados al Ministerio de Justicia, de acuerdo con la Ley 8.884/1994, *“tiene competencia para fiscalizar, apreciar y juzgar las acciones anticompetitivas y el abuso del poder económico en todos los sectores de la economía”*

En palabras de Santiago Júnior (2010) Brasil posee un vasto sector público que ha tenido su gestión modificada por las privatizaciones, entre ellos se destaca el sector eléctrico, especialmente en lo que se refiere a las infraestructuras de transmisión y distribución, hasta entonces impregnadas por la presencia del estado, lo que se justificaba por la inclusión en el concepto de monopolio natural.

En lo que respecta específicamente al sector de energía eléctrica, objeto de esta tesis, la regulación en Brasil es atribución de la Agencia Nacional de Energía Eléctrica (ANEEL), que, de acuerdo con la Ley de 9.648/1998, tiene competencia para:

“- establecer límites o condiciones en cuanto a la concentración y a la realización de negocios entre sí, para empresas, grupos empresariales y accionistas, en cuanto a la obtención y transferencias de concesiones, permisos y autorizaciones;

- *Establecer condiciones para propiciar una competencia efectiva entre los agentes y también, con el objetivo de impedir la concentración económica en los servicios de energía eléctrica;*

- *Velar por el cumplimiento de la legislación de defensa de la competencia, controlar y acompañar las prácticas de mercado de los agentes del sector de energía eléctrica". (VINHAES, 2003, p.53)*

La ANEEL ha venido realizando esfuerzos desde su creación para cumplir adecuadamente con su finalidad de regular y controlar la producción, transmisión, distribución y comercialización de energía eléctrica (Art. 2º. de la Ley 9427/1996), que a pesar de que no es un proceso concluido, ha contribuido mucho con la expansión del sector. Sin embargo, comenta Malaguti (2009) es necesario ampliar y diversificar la matriz energética brasileña, dependiente de la energía hidráulica y explotar fuentes alternativas, como el bagazo de la caña de azúcar y la energía eólica, abundante en toda la costa brasileña.

Vinhaes (2003) apunta las siguientes características que han venido apareciendo para implementar la regulación en el mercado eléctrico brasileño:

- las hidroeléctricas poseen una participación preponderante en la matriz energética;
- los mercados regionales poseen diferencias que dificultan la formación de los mercados;
- configuraciones de los sistemas de transmisiones;
- necesidad de expansión de la oferta del sistema; y,
- mercado de gas natural que podría utilizarse en las termoeléctricas, está subdesarrollado

Según Nogueira (2011) 15 años después de la privatización y regulación del sector eléctrico brasileño el 50% de la capacidad de generación de energía, el 70% de la transmisión y el 30% del segmento de distribución aún están bajo el control del Estado, lo que pone de manifiesto su fuerte presencia, lo que ha

inhibido el sistema no vertical e híbrido propuesto por las privatizaciones, de corregir algunas distorsiones del modelo antiguo, principalmente en el parque generador. En esta línea y explicando la razón de por qué en el caso brasileño no se alcanzó el éxito, afirma Vinhaes (2003), que *“para que la regulación tenga el efecto deseado es fundamental que el agente regulador no sea, ni parte directamente implicada, ni que esté establecido en la actividad del regulado”*, lo que muestra la distancia necesaria y notoria del estado brasileño de la generación.

Por otro lado, se debe destacar el programa “Luz para todos” que lanzó e implantó el gobierno del presidente Lula y que proporcionó avances en dirección a la universalización del acceso a la energía eléctrica, que alcanzó el 99,1 % de los hogares.

La conclusión a la que llegamos es que la proposición legal del fin del sistema vertical en el sector, con la reglamentación y la privatización de los segmentos de energía eléctrica en Brasil, se consiguió universalizar el acceso a la energía, pero no se logró estimular la competencia esperada en la producción y en la comercialización para que el precio del MWh disminuyera para el consumidor final. Sin duda, en función de la predominancia de la energía eléctrica, cuyo coste de manutención es bajo ya se debería haber manifestado la disminución en los precios, sin embargo, la energía brasileña es increíblemente la 5ª con el precio más elevado para el consumidor (ver Gráfico 10).

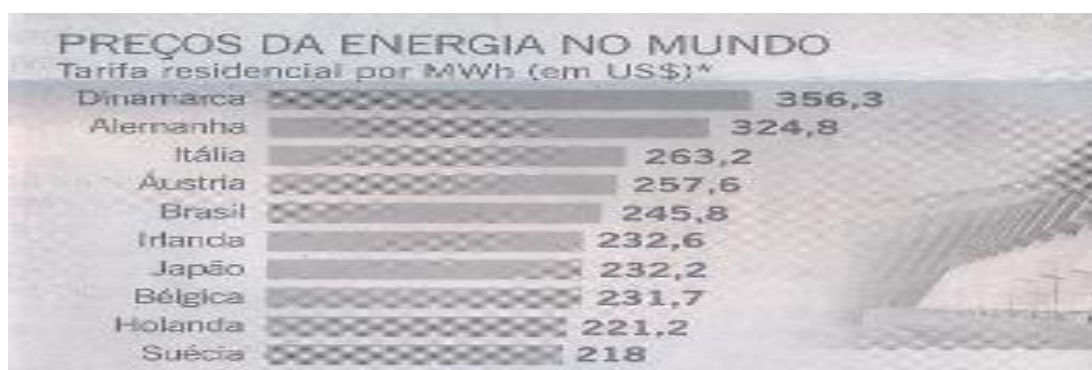


Gráfico 10 – Precios de Energía Eléctrica en el Mundo Fuente: Jornal “O Globo” (23 octubre 2011)

Adicionalmente Vinhaes (2003), destaca que el modelo de regulación para que sea efectivo debe estar muy bien fundamentado en sus presupuestos y estar preparado para el necesario paso de una estructura de gobierno vertical y estatal a otra de gobierno privada y potencialmente competitiva y que, los principales modelos de reforma adoptados por la mayoría de los países no pretenden considerar la utilización complementaria el gobierno de los mecanismos de mercado y el gobierno de los mecanismos regulatorios, que continúan compitiendo entre sí sin producir la sinergia esperada.

3.7.7. La Estructura de Gobierno Corporativo de la IEEB

Según Vinhaes (2003) debido a la ineficacia del mercado ocasionada principalmente por la asimetría de informaciones, es necesaria la formación de buenas instituciones endógenas y no exógenas al mercado, dinámicas y determinadas a partir de los intereses de los agentes que las componen. El riesgo moral asociado a la captura, derecho de propiedad, externalidades y selección adversa pueden ser utilizadas por los agentes económicos para obtener ventajas en el mercado.

Si por un lado las fallas del mercado son importantes para la conquista del poder de mercado de la empresa en el sentido de aprovecharlas mejor, por otro, la empresa tiene que estar atenta para no ser su víctima e identificarlas para adoptar un comportamiento estratégico que le permita un posicionamiento en el mercado, lo que en el caso de la energía eléctrica, perjudicará los objetivos de la competencia saludable en el mercado al por mayor que se intenta introducir con la reestructuración y la regulación; todo ello debe derivar en la introducción de niveles adicionales de gobierno corporativo en el sector.

Lo cierto es que las organizaciones necesitan anticipar las contingencias relacionadas a las fallas en los procesos de contrataciones, lo que solo es posible con una estructura adecuada de gobierno, ya que cuando no se prevé el oportunismo contractual se generan costes a posteriori y los mecanismos adoptados para proteger la organización de su racionalidad limitada solo se pueden llevar a cabo con salvaguardias contractuales y la utilización de mecanismos del sistema judicial.

De acuerdo con Oliveira (in Vinhaes, 2003), la industria de la energía eléctrica brasileña se caracterizaba por una estructura de producción vertical que tenía la Electrobrás como coordinadora de las actividades del sistema. Con la reestructuración y la consecuente ruptura de la integración vertical de las actividades (Santiago Junior, 2010), la apertura del sector eléctrico a la competencia fue posible con la introducción de la competición, principalmente en la generación. El mercado pasó de presentar una estructura jerarquizada a otra híbrida de organización (Vinhaes, 2003), parcialmente competitiva, pues el suministro de energía se encaja en *“dos regímenes jurídicos distintos según el ámbito en el que se practica – mercado libre o regulado”* (Santiago Junior, 2010, 63). Los clientes fijos (mercado regulado) también integran la distribución, mientras que el suministro a clientes libres es una actividad independiente (ambiente libre) caracterizado por el mercado *“spot”* en el que el precio de la energía se negocia,

“según la disponibilidad de energía existente y con las fuentes que se generan. Las últimas subastas presentaron un gran número de generadores térmicos que cuando entran en operación el coste de energía aumenta, pues está directamente relacionado con el precio del combustible fósil utilizado para la generación.”
(PATERNOSTRO, 2008, p. 6).

Para Vinhaes (2003), la nueva organización de IEEB tiene por base una estructura de gobierno que funciona en el mercado al por mayor de energía y con la finalidad de determinar el precio a corto plazo (*spot*), dinamizar y flexibilizar el mercado de compra y venta de energía y también indicar inversiones.

La fragilidad del mercado al por mayor se explica por el alto grado de concentración del mercado de energía eléctrica (Vinhaes, 2003), en el que la generación de electricidad está dominada por grandes empresas públicas federales que producen, en régimen de monopolio estatal, cerca del 70% de la electricidad del país (Santiago Junior, 2010) y que el 80% de la distribución privada pertenecen a oligopolios cruzados, dominados por ocho grandes grupos extranjeros (Vinhaes, 2003).

En palabras de ALMEIDA (2003, P. 129) *“la limitación regulatoria de los comercializadores y distribuidores en cuanto a la exposición del mercado spot tornan los mercados al por mayor en Brasil poco sujetos al ejercicio del poder de mercado”*, sin embargo, la necesidad de niveles adicionales de gobierno corporativo se torna evidente en la medida en la que la legalidad del sector introducida por las resoluciones consecuentes de la regulación *“han tenido una finalidad paliativa de prevención de concentración en la transición del régimen de propiedad de las empresas en la privatización”* (ALMEIDA, 2003, p.105).

3.8 Indicadores económico-financieros utilizados en la comparación del desempeño entre empresas

La importancia de la evaluación de organizaciones se ha intensificado en el contexto de una economía global y de formación de bloques económicos, en el que se verificó una significativa evolución en la doctrina de la economía financiera, así como en los aspectos regulatorios de los mercados y del sistema bancario. En este sentido, la percepción de que el sistema financiero como un todo sufre el impacto de variaciones de precios de activos y pasivos que tienen lugar independientemente de sus detentores, ha provocado que el perfeccionamiento de técnicas y metodologías para mensurar el valor de los títulos representativos de propiedades de estos activos y pasivos pase también a formar parte de la agenda de los gestores y académicos. El reflejo inmediato de estas transformaciones fue el surgimiento de instrumentos que permitieran razonablemente estimar el valor de los activos y pasivos, ya sean títulos de deuda, acciones, empresas de capital abierto o cerrado o incluso elementos intangibles.

De esta manera, los agentes financieros precisan establecer el valor de una empresa internacional o incluso local con objetivos de expansión, fusión o adquisición. Es un consenso el hecho de que no hay un único indicador capaz de retratar con fidelidad el valor de un activo que pueda usarse en cualquier situación. Son varias las maneras utilizadas para evaluar el precio justo de una organización en el mercado. Entre los métodos más usuales de evaluación se

destacan aquellos de base cuantitativa, que, a pesar de la complejidad de su elaboración, producen informaciones de apoyo a la decisión que permiten una buena comprensión y suelen convergir en sus interpretaciones y los modelos de base cualitativa que son relativamente más intuitivos y que, sin embargo, como se basan en las subjetividades y en las percepciones del evaluador, es decir, dependen de sus idiosincrasias, producen resultados que admiten interpretaciones diferenciadas. Son relevantes para determinar el valor de las organizaciones, pero no son los objetos de este estudio.

Las empresas que tienen sus acciones negociadas en bolsa son evaluadas con más frecuencia por el mercado; en él los analistas, normalmente, utilizan básicamente dos tipos de análisis: el fundamentalista y el técnico. El análisis fundamentalista tiene como premisa el hecho de que el valor de la empresa está relacionado con sus aspectos de naturaleza contable-financiera, incluyendo en sus análisis variables tales como la tasa de crecimiento, el flujo de caja y la tasa de riesgo o incertidumbre del flujo de caja. Para realizar estos análisis se utilizan informaciones constantes, principalmente en el balance patrimonial, en los demostrativos contables y en el flujo de caja descontado, que hacen posible identificar la evolución del desempeño económico y financiero de las organizaciones.

El análisis técnico, a su vez, utiliza intensamente gráficos para registrar el comportamiento del activo en el mercado, arguyendo que los precios de las acciones se componen de factores que incluyen aspectos de orden psicológico, que, a su vez, influyen el comportamiento de los precios de las empresas y el deseo de adquirir o de vender las acciones y que no se consideren en su apreciación de valores factores internos, tales como el índice de “*pay-out*”, los demostrativos de flujo de caja, los indicadores de liquidez etc.; tomando como fundamento el histórico de los precios de las acciones, que, en opinión de los grafistas, son fuentes para prever el comportamiento futuro a través de la búsqueda de modelos que identifican tendencias y facilitan algunas interpretaciones sobre los movimientos futuros.

Independientemente del modelo utilizado, es evidente la importancia de la evaluación y la constante preocupación de los inversores en controlar sus inversiones a través de la búsqueda de informaciones objetivas para protegerlas, pues pueden estimar a menudo el valor de sus activos societarios mientras conocen la actuación de la empresa en el mercado. Se puede afirmar que la evaluación de una organización es para el inversor lo que el control de las constantes vitales representa para la salud del ser humano.

Damodaran (2010,3), en este sentido aclara que si el modelo utilizado es cuantitativo la evaluación será objetiva. Sin embargo, por mayor que sea la objetividad en la adopción del método, se reduce al modelo propuesto, ya que *“los datos de entrada dejan un margen suficiente para interpretaciones subjetivas.”*

La evaluación deberá ser, también en palabras de Damodaran (id, id), fruto de una pesquisa bien realizada para que sea consistente. No obstante, una evaluación envejece rápidamente por causa de los cambios rápidos de los determinantes de valor y se debe alimentar con un flujo constante de datos e informaciones para que pueda reflejar lo más actual y ofrecer una estimación útil de valor que pueda servir de soporte para la decisión de los analistas.

El mismo autor revela que, cuanto mayor sea la objetividad que se introduzca en el modelo mejor será la evaluación. Sin embargo, uno de los principios que se deben considerar en la elección del modelo es la parsimonia, que determina que no se adopten más datos que los estrictamente necesarios para la evaluación en curso, pues la inclusión de informaciones en exceso conlleva complicaciones y se torna una “caja negra” para los evaluadores y además aumenta sus costes con el procesamiento para la producción del conocimiento para la toma de decisiones. Matarazzo (2003), orienta que la cantidad de índices depende de la profundidad que se desee en la evaluación y que al añadir nuevos índices se produce un rendimiento decreciente, es decir, si *“doblamos el número de índices no se consigue doblar la cantidad de informaciones”*. Hay en el mercado, como bien recuerda Damodaran (id. id), informaciones en exceso y el analista es el responsable de su selección y del

resultado de la evaluación y no se puede responsabilizar el modelo por el indicador que no mensione adecuadamente el activo.

Los indicadores en este punto, sirven para entender el desempeño de la empresa en el pasado y, a través de la comparación con modelos preestablecidos, se prestan a examinar su posición en el presente en relación con el mercado y la competencia. Según Souza Neto & Martins (2011, 6):

“los indicadores de desempeño financiero se crearon para medir la eficiencia de la gestión y como comparación entre las empresas. Se pueden agrupar en indicadores de liquidez, endeudamiento, lucro, rentabilidad y de actividad”.

Brigham (1999) sugiere como relevantes los indicadores de liquidez, actividad, rentabilidad, valor económico añadido, valor de mercado y, como aglutinador de los demás indicadores, el modelo de DuPont. Matarazzo (2003), incluye también el indicador de estructura de capital, que se constituye con aspecto relevante para el tema del gobierno corporativo. Se adopta en esta tesis la clasificación de Lemes Júnior, Rigo & Cherobin (2005), pues se presenta de forma más didáctica y de fácil comprensión y además organiza los indicadores de manera más tradicional y recurrente, según se ha visto en las exposiciones de los múltiples autores, es decir, las aísla en las siguientes taxonomías: índices de liquidez, de actividad, de endeudamiento, de lucro o rentabilidad e índices de mercado. Añaden también los autores otras medidas que son frecuentes en los análisis de mercado, tales como el modelo de DuPont, la construcción de la gestión basada en el valor, conocida por el acrónimo EVA (*economic value added*) y el cálculo del EBITDA.

Los indicadores de mercado reposan sobre la Hipótesis de los Mercados Eficientes (HME), cuyo desarrollo fue propuesto por Fama & Miller (1972), que afirman que los modelos de incertidumbre de equilibrio de mercado asumen que las expectativas de los agentes económicos sean homogéneas, es decir, que los participantes del mercado están de acuerdo con las implicaciones a propósito de las informaciones disponibles para los precios corrientes, así como para la distribución de probabilidad de los precios futuros de las inversiones de capital individuales. De esta manera el mercado poseería

algunas características deseables. De acuerdo con esta suposición, el precio de los títulos ofrecería señales para un destino eficiente de recursos, es decir, las empresas podrían realizar sus decisiones de inversiones y los consumidores podrían elegir entre los diversos títulos representativos de las propiedades de las empresas, bajo el presupuesto de que reflejaría en un determinado momento todas las informaciones disponibles.

Esta característica de los mercados sería inherente a la condición prevista en la Hipótesis de Eficiencia de los Mercados. Esta hipótesis afirma que un mercado, según Brigham (1999, 321) será eficiente si las acciones están en permanente equilibrio y si fuera imposible para un inversor “ganarle al mercado”, pues *“el precio de una acción se ajustará casi que inmediatamente a cualquier suceso nuevo”*. (Brigham, id. id). COVA (2011,3) añade que será eficiente el mercado *“si toda y cualquier información nueva y relevante que cause impacto en decisiones de composición de cartera se refleja inmediatamente en los precios de los activos que están en transacción en este mercado”*.

La HME, continúa COVA (id, Id) se basa en el Modelo CAPM (*Capital Asset Pricing Model*), según el que,

“los activos deben obtener un nivel exigido de retorno para compensar su grado de riesgo sistemático, también conocido como “Beta”. Esta medida de riesgo sistemático representaría la sensibilidad de retorno de un activo al retorno del mercado como un todo”.

Después de caracterizado el concepto de HME en la medida en que buscamos en esta tesis los fundamentos de las inversiones, al ser los indicadores financieros de dominio general, no se pretende agotarlos, de manera que sólo se aborden los indicadores considerados más objetivos o los que mejor se ajustan al análisis de una serie temporal, que permitan evaluar el desempeño y el valor pasado de organizaciones del sector eléctrico para su comparación:

3.8.1. Los indicadores de liquidez:

Estos indicadores incluyen la relación entre cuentas del balance patrimonial y la capacidad de pago de la empresa antes sus obligaciones, principalmente las de corto plazo, considerados de gran importancia para la administración, pues el dominio de las obligaciones garantiza la continuidad del negocio de la empresa. Actualmente, según Assaf Neto (2009, 189), los indicadores de liquidez más utilizados son los siguientes:

- Liquidez corriente – se calcula a partir de la razón entre los derechos a corto plazo de la empresa, es decir, del activo corriente, (caja, bancos, existencias, clientes) y las deudas a corto plazo (préstamos, financiamientos, impuestos, suministradores), informaciones mostradas en el pasivo corriente. Para encontrar la Liquidez Corriente se utiliza la siguiente expresión:

$$\text{Liquidez Corriente: Activo Corriente/Pasivo Corriente}$$

Este índice representa la cantidad de recursos que posee la empresa en el activo corriente para cada unidad de recursos en el pasivo corriente y, como resultado de la Liquidez Corriente, es mejor cuanto el indicador más sobrepase el parámetro uno, pues la empresa posee más recursos a corto plazo para hacer frente a sus obligaciones. Si es igual a uno los derechos y obligaciones serán equivalentes y si es menor que uno no habrá disponibilidad para saldar las obligaciones, lo que creará un pasivo descubierto.

- Liquidez Seca o Prueba Ácida – es un análisis más conservador y realista, pues es similar a la liquidez corriente, pero elimina del activo corriente los inventarios, ya que no presentan liquidez compatible con el grupo patrimonial al que pertenece, computando solamente los activos de más rápida realización (disponibilidades, inversiones y créditos). Al retirar los inventarios del activo

corriente, se eliminan los riesgos relacionados con su venta. Para calcularla se utiliza la siguiente fórmula:

$$\text{Liquidez Seca o Proba Ácida: } \frac{(\text{Activo Corriente} - \text{Inventarios})}{\text{Pasivo Corriente}}$$

Está considerado un índice cauteloso porque considera la incertidumbre de la realización de las existencias y es invariablemente menor que el índice de liquidez ácida. Se considera como estándar un nivel igual a uno

- Liquidez Total - retrata la salud financiera a corto y largo plazo e incluye en su cálculo, además del circulante, lo realizable y lo exigible a largo plazo, como se muestra a continuación:

$$\text{Liquidez Total: } \frac{(\text{Activo Corriente} + \text{créditos no corrientes} + \text{bs de cambio no corriente})}{(\text{pasivo corriente} + \text{pasivo no corriente})}$$

En la interpretación del índice, es mejor cuanto mayor sea, pues la empresa poseerá un total de bienes y derechos a corto y largo plazo que superen sus obligaciones para el periodo considerado.

Se recomienda que al realizar el análisis de solvencia de la empresa se analicen los cuatro índices de liquidez simultáneamente, prestando atención a las particularidades de cada organización.

3.8.2. Los indicadores de endeudamiento:

Los indicadores de endeudamiento o apalancamiento financiero revelan el grado en el que la empresa utiliza capital de terceros a través de su política e obtención de recursos y establecen una relación entre la posición del capital propio con el capital de terceros. Cabe destacar que cada organización posee

una estructura optimizada en la composición de tales recursos; no existen reglas fijas.

Según IUDICIBUS, (1998, p. 83):

“La naturaleza del endeudamiento, los tipos de interés y los gastos reales de financiamiento, si se comparan con el retorno que tales recursos tienen una vez invertidos en el activo, frente a los costes alternativos del que el nivel absoluto de dichos cocientes en determinados momentos”,

Revelan que el índice no se puede analizar sin una contextualización general, pues el lucro generado por una inversión es más relevante que su composición.

Para Brigham (1999), el apalancamiento financiero tiene tres importantes implicaciones: los accionistas pueden mantener el control de la empresa con una inversión propia baja; los recursos propios ofrecen un margen de seguridad para los acreedores y, si la empresa tiene lucro con las inversiones financiadas por terceros mayor de lo que debe pagar de intereses, la rentabilidad del capital de los propietarios aumentará.

Los principales indicadores de endeudamiento, según Gitman (1987) y Mario & Iudicibus (1992), son los siguientes:

- Participación de capital de terceros sobre los recursos totales – es un indicador porcentual que muestra cuánto del activo total está financiado con recursos de terceros, lo que se calcula a través de la siguiente fórmula:

$\text{Participación de capital de terceros: } \frac{\text{Pasivo total} - \text{Patrimonio Neto}}{\text{Activo Total}}$
--

Observamos que cuanto mayor es el cociente, mayor es la deuda y el riesgo de que la empresa no cumpla sus compromisos, aumentando también los gastos financieros, con la consecuente disminución de los lucros.

- Índice o Grado de endeudamiento – también llamado de endeudamiento general, representa cuánto la empresa tomó prestado para cada unidad monetaria de capital propio. Se calcula con la siguiente fórmula:

$$\text{Índice de endeudamiento: exigible total/patrimonio neto}$$

El numerador del índice, constituido del exigible total, se representa por los recursos procedentes de terceros, no accionistas de la empresa y en el balance patrimonial están representados en el pasivo exigible (pasivo corriente y pasivo no corriente). El denominador está constituido de la fuente de capital propio, es decir, recursos de los accionistas.

En la interpretación de este indicador se concluye que cuanto menor sea la dependencia de capital de terceros más solvente se encuentra la empresa, no obstante, el endeudamiento supone una importante fuente de captación de recursos que tiene, probablemente un coste inferior al capital propio.

- Composición del endeudamiento – es el porcentaje de obligaciones que la empresa deberá pagar a corto plazo en relación con lo exigible total (pasivo corriente y no corriente).

$$\text{Composición del endeudamiento: } \left(\frac{\text{Pasivo Corriente}}{\text{Pasivo Corriente} + \text{Pasivo no corriente}} \right) \times 100$$

Este indicador mide la calidad del pasivo en relación a los plazos comparando el montante de la deuda a corto plazo con el endeudamiento total. En la interpretación de este indicador se afirma que cuanto mayor, peor, en condiciones “*ceteris paribus*”, pues la empresa sufrirá una presión para generar recursos a corto plazo. No obstante, el hecho aislado de que la deuda esté concentrada a corto plazo no es necesariamente negativo; hay que analizar la participación de capitales de terceros en la estructura de la empresa junto a su

capacidad de generación de recursos, así como las posibilidades de renovación de la deuda a corto plazo con los acreedores.

3.8.3 Indicadores de Actividad o eficiencia operacional:

Los indicadores de actividad miden la eficacia con la que la empresa lleva a cabo la gestión de sus activos. Estos índices, de acuerdo con BRIGHAM, (1999) se crean con la intención de responder a la siguiente pregunta: *“¿el valor de cada tipo de activo, presentado en el balance patrimonial parece razonable, excesivamente alto o demasiado bajo con relación a los niveles actuales y proyectados?”*. Según GITMAN (1987, 221) estos índices *“miden la velocidad con la que las cuentas se convierten en ventas o caja”*. En particular, los indicadores de eficiencia operacional van a informar cuántos días tarda la empresa en recibir sus ventas, la rotación de diversos activos y del capital de los accionistas (PIZZOLATO, 2000).

Los principales indicadores de actividad son los siguientes (Pizzolato, 2000):

- Rotación de existencias: informa cuántas veces en el periodo considerado giraron las existencias, pues este indicador también se conoce como giro de existencias y se puede afirmar que el lucro de las empresas procede del giro y se puede calcular con la fórmula:

$$\text{Rotación de existencias: } \frac{\text{coste de las mercancías}}{\text{ventas/existencias}}$$

Este indicador es muy importante para empresas comerciales; es del tipo cuanto mayor, mejor y cuanto mayor es el giro menor es la necesidad de inmovilización en activos, es decir, con un mismo lucro es más eficiente la organización que utiliza un menor activo. No es relevante para el sector eléctrico, pues las reservas se refieren apenas a material administrativo y a piezas de repuesto y son insignificantes con relación al coste del sector.

- Rotación de cuentas a recibir: indica el tiempo medio de lo que se recibe como resultado de las ventas. Su utilidad reside en el hecho de que permite

evaluar la política de crédito de la empresa y se obtiene de la siguiente manera:

Rotación de cuentas a recibir: cuentas a recibir/ventas
promedios por día

- Rotación de cuentas a pagar: indica la edad promedio de las cuentas a pagar y se calcula de la misma manera que las de a recibir:

Rotación de cuentas a pagar: cuentas a pagar proveedores/compras
promedios por día

- Rotación del Activo Total: indica la eficiencia con la que la empresa utiliza sus activos para generar ventas; es un indicador de cuanto más, mejor, pues muestra la mayor eficacia en la utilización de sus activos. Se obtiene así:

Rotación del activo total: Ventas/Activo Total

Es un indicador útil para la administración de la empresa y también lo es para acreedores y accionistas, pues si las operaciones de la empresa son eficientes es muy probable que los demás aspectos también sean positivos.

- Rotación del capital del accionista: indica la efectividad con la que la organización utiliza el capital propio para generar las ventas y se obtiene con la siguiente fórmula:

Rotación del capital del accionista: Lucro bruto/Ingresos anuales

En la interpretación general de los índices de actividad, valores elevados *“sugieren un uso eficiente de los recursos en los diversos elementos del activo, así como la obtención de capitales de terceros”*. (PIZZOLATO, 2000).

3.8.4 Los indicadores de rentabilidad/lucro:

Representan los retornos obtenidos por las empresas para cada unidad monetaria de capital propio invertido durante cierto periodo de tiempo, procurando relacionar el lucro de la empresa con su tamaño expresado por medio de sus ventas o de sus activos. Para FRANCO (1986, 206), indican “*el porcentaje de rendimiento obtenido por los accionistas (o socios de las sociedades) con relación a su capital invertido en la empresas*”. Los indicadores más utilizados son los siguientes:

- Lucro por acción (LPA): este indicador revela “*el beneficio obtenido por acción por la empresa, o sea, el resultado neto que se consigue en un determinado periodo*” (FOGAÇA, 2009), es el alcanzado al dividir el lucro neto entre la cantidad promedio de acciones de la compañía o la cantidad de acciones existente al final del ejercicio. Obtenemos el indicador aplicando esta fórmula:

$$\text{LPA: Lucro Neto/Número de acciones}$$

- Precio justo: también conocido como valor intrínseco. Se logra a partir de las proyecciones de flujo de caja descontado e indica cuánto debería valer una acción. El valor intrínseco, según Brigham (1999) se refiere al precio que se espera al final de un ejercicio, de la manera que el analista o inversor lo ve, a propósito de una serie de dividendos esperados y del grado de riesgo de esta serie, lo que demuestra que el precio justo varía entre inversores en función de las expectativas individuales con relación a la empresa. El precio de mercado a diferencia de éste, es fijo, igual para todos.

- Margen de utilidad bruta: mide el lucro operacional y se define como el porcentaje obtenido por la división entre el lucro operacional anual y los ingresos netos anuales y sirve para evaluar la viabilidad de una empresa, como se puede verificar en la siguiente fórmula:

$$\text{Margen utilidad operacional: } (\text{lucro operacional anual} / \text{ingresos netos anuales}) \times 100$$

- Margen de utilidad neta: es el indicador porcentual del lucro neto con relación a las ventas de un periodo:

$$\text{Margen utilidad neta} = (\text{Utilidad después de impuesto} / \text{ventas}) \times 100$$

Este indicador mide la eficiencia y el éxito de la empresa y pone de manifiesto el porcentaje del Lucro del neto con relación a las ventas netas del periodo considerado; por lo tanto, cuanto mayor es el indicador, mejor para la empresa.

- Rentabilidad del patrimonio neto (ROE): muestra el porcentaje del lucro neto o perjuicio neto obtenido relacionado al montante total aplicado por los accionistas. Según BRIGHAM (1999, 90), “*el cociente del lucro neto sobre el patrimonio neto mide el retorno sobre el patrimonio neto, o la tasa de retorno sobre la inversión de los accionistas*” y se puede calcular con la siguiente fórmula:

$$\text{Rentabilidad del Patrimonio Neto} = (\text{Resultado ordinario antes del impuesto a las ganancias} / \text{Patrimonio Neto}) \times 100$$

Cuanto mayor sea al porcentaje mejor y más atractiva será la empresa, pues representa el pago por el uso del capital de los accionistas. La tasa obtenida, para efecto de análisis, se puede comparar con el coste de oportunidad de otras inversiones del mercado.

- Rendimiento sobre activos (ROA): Para Gitman (1987), establece la eficiencia dada por la administración al activo total utilizado en las operaciones de la empresa. Individualmente es uno de los indicadores más importantes, porque

muestra el desempeño de la empresa de forma global y se puede utilizar en la comparación de resultados planificados con los alcanzados.

ROA: Utilidades después de impuestos/Total de Activos

Es un indicador del tipo cuanto mayor, mejor, ya que muestra cuánto lucro obtuvo la empresa en función de los activos totales aplicados.

- Retorno sobre la inversión (ROI): (*Return on Investment, en inglés*) es una de las medidas de rentabilidad más utilizadas en las evaluaciones por su eficiencia. Según PADOVEZE (1997, 135):

“relaciona las inversiones efectuadas en la división con el lucro anual obtenido por esta misma división. El ROI permite evaluar la inversión en la misma línea de evaluación que se realiza con el análisis de balance, a través de los conceptos de rentabilidad del activo y rentabilidad del patrimonio neto”.

El ROI establece la eficiencia que la administración aplica al activo operacional utilizado en las operaciones de la empresa.

Existen varias formas de calcular el ROI. En esta tesis se adopta la óptica del accionista que considera:

ROI: Lucro Neto/Activo Total

El ROI también se puede calcular utilizando la fórmula de DuPont:

ROI: Lucro neto tras el Impuesto de Renta/Activos Totales

Es un indicador relevante, pues permite la comparación de empresas de cualquier tamaño. Es del tipo cuanto mayor, mejor. Presenta como ventaja la

simplicidad de cálculo, ya que es un subproducto de las informaciones de los demostrativos contables.

3.8.5 Índices de Mercado:

En palabras de GROPELLI & NIKBAKHT (2009, 36), las empresas tienen la preocupación de medir la respuesta de los inversores a sus acciones en el mercado y para ejercer este control, *“comparan ciertos índices de mercado para descubrir el valor atribuido a sus acciones”*. Utilizan también las organizaciones estos índices para determinar el coste de sus emisiones. Entre estos índices se destacan:

- Valor Patrimonial (VPA): también llamado valor unitario de la acción, este indicador se logra al dividir el patrimonio neto entre el número de acciones de la empresa. El valor patrimonial no se debe analizar individualmente, ni como factor determinante de una compra o venta de activos, pues muy difícilmente una organización tiene su valor de mercado igual al valor patrimonial de la acción debido a la influencia de las fuerzas de mercado con relación a los resultados futuros. Su fórmula de cálculo es la siguiente:

$$\text{Valor Patrimonial: Patrimonio Neto/Número de Acciones}$$

Este indicador revela la relación que existe entre los bienes de la empresa y el valor de la acción.

- Índice Precio /Lucro (P/L): El múltiple P/L es la medida que se utiliza más comúnmente en la evaluación de empresas debido a su simplicidad y es el fruto de la relación entre el precio de mercado de la acción y el lucro por acción. También se utiliza con el numerador en el que el valor patrimonial es el denominador medido por el lucro por acción. Para DAMODARAN (2010, 499)

este índice es una elección extremadamente atractiva también para fijar el precio de ofertas públicas iniciales para la realización de análisis de valor relativo, *“pero su relación con datos financieros básicos de una empresa se ignora frecuentemente, lo que produce errores significativos de aplicación”*.

Damodaran (id, id) alerta que el mayor problema con los índices P/L son las variaciones de los lucros por acción utilizados en la elaboración del índice; pueden ser *“lucros por acción corriente, los lucros por acción consolidado en el tiempo, lucros futuros por acción, lucros por acción completamente diluidos y lucros por acción primarios”*. Se calcula el índice en esta tesis siguiendo la fórmula:

$$\text{Índice P/L} = \text{Precio por Acción} / \text{Lucro por Acción}$$

El numerador es el precio de mercado de una acción; el denominador viene determinado por el lucro líquido de la empresa dividido entre el número de acciones.

- Índice Precio/Valor Contable (PBV): este índice refleja la expectativa del mercado con relación a la capacidad de lucro de la empresa y su flujo de caja. Este indicador se obtiene por la diferencia del valor contable de los activos y de los pasivos. En Brasil el valor contable de un activo se determina por el valor original del bien disminuido de la depreciación, lo que equivale a decir que su valor disminuye a medida que envejece. El valor contable refleja el coste original de un bien, pero *“se puede desviar significativamente del valor de mercado si el poder de realización de lucros del activo aumenta o declina considerablemente desde su adquisición”*. (DAMODARAN, 2010, 545). El índice PBV se consigue con la fórmula:

$$\text{PBV: Precio por Acción/Valor Contable del Patrimonio líquido por acción}$$

El índice PBV ofrece una medida relativamente estable e intuitiva de valor del activo que se puede comparar al precio de mercado, además de ser fruto de norma contable, por lo tanto, común entre las organizaciones, lo que permite comparaciones.

- Índice Precio/Ventas (PS), este indicador, según DAMODARAN (2010, P. 576)

“mide el valor del patrimonio líquido o un negocio relacionado con los ingresos que genera. Como otros índices, sin más alteraciones, las empresas que negocian a bajos índices de PS se consideran menos valoradas con relación a empresas que negocian altos índices”.

De las diferentes maneras de calcular este índice se adopta la más popular, que considera la relación entre el patrimonio neto y los ingresos de la organización:

$$\text{PS} = \text{Valor de Mercado do Patrimonio Neto} / \text{Ingresos}$$

Es un indicador relevante, pues permite la comparación de empresas de cualquier tamaño. Es del tipo cuanto mayor, mejor.

- Dividendo Yield: es la relación entre el dividendo que se paga por acción de una compañía y el precio de esta acción e indica la remuneración del accionista en la forma de dividendos o intereses sobre el capital invertido. Se calcula de la siguiente manera:

$$\text{Dividendo Yield: Dividendos} / \text{Precio de Mercado de la Acción}$$

- Payout: Es la relación entre los dividendos distribuidos y los lucros del ejercicio. El índice de payout mide el porcentaje del lucro neto que se debe distribuir entre los accionistas de una empresa. Se calcula así:

$$\text{Payout} = (\text{Dividendos Distribuidos} / \text{Lucro Neto Anual}) \times 100$$

Desde el punto de vista del mercado, el índice de payout es del tipo cuanto mayor, mejor, pues activos que remuneran al inversor con mayores porcentajes de distribución de lucro neto son más atractivos.

3.8.6 Otras medidas de análisis y evaluación de desempeño:

Según Lemes Júnior, Rigo & Cherobin (2005), además del análisis financiero, hay otros medios utilizados para realizar el análisis y la evaluación. Entre ellos se destaca el modelo DuPont, o EVA, o EBIT y EBITDA.

- Modelo DuPont: el análisis por el modelo de DuPont procura identificar, en el conjunto de los datos de las Demostraciones Contables y del Balance Patrimonial las llamadas áreas clave del desempeño financiero de la empresa y muestra cómo el retorno sobre el patrimonio neto se ve afectado por el giro del activo, por el margen neta y por el apalancamiento.

Segundo Pizzolato (2000, p. 130):

“La tasa de retorno toma normalmente la forma de lucro/inversión; la rotación toma la forma de ingresos/inversiones. Particularizando, el tipo de lucro (bruto, actividad, operacional o neto); el tipo de inversión (Activa total, Activa circulante, Patrimonio Líquido, etc.); y del tipo de ingresos, se obtiene la tasa de retorno referente a la rotación y al margen”.

Continúa el mismo autor explicando que mientras la tasa de retorno es un indicador global, la rotación es un dato operacional y el margen indica el lucro por unidad de ingreso de ventas. Para calcular la Tasa de Retorno sobre el Activo Total se utiliza el margen neto multiplicado por el giro del activo total y, la Tasa de Retorno sobre el Patrimonio Neto, se utiliza el Pasivo total dividido entre el Patrimonio Neto según las siguientes fórmulas:

Tasa de Retorno sobre el Activo Total = Margen Neto x Giro del Activo Total

O,

Tasa de Retorno sobre el Patrimonio Neto = resultado del ejercicio/Patrimonio Neto

- Economic Value Added (EVA): el valor económico añadido mide el desempeño financiero de la empresa o de una inversión en evaluación. El EVA es una medida de valor de todas las fuentes de financiamiento añadidos de la empresa, según DAMODARAN (2009, p. 918), es el *“excedente en dólar creado por inversión o cartera de inversión. Se calcula como producto de retorno adicional hecho sobre inversión y capital invertido en dichas inversiones”* y representa el coste total de una empresa, el coste real de la empresa para el mercado, ya que de acuerdo con el mismo autor, delinea tres informaciones básicas: *“el retorno sobre el capital ganado sobre la inversión, el coste de capital para aquellas inversiones y el capital invertido en ellas”*, calculado con la siguiente fórmula:

$\text{EVA} = (\text{Retorno sobre el capital invertido} - \text{Coste de capital}) \times (\text{Capital invertido}) = \text{Lucro operacional tras los impuestos} - (\text{Coste de capital} \times \text{Capital invertido})$
--

- Lucro Antes de Intereses e Impuestos (LAIR) o del inglés *Earnings Before Interest and Taxes* (EBIT), es el lucro antes de los gastos financieros e impuestos, conocido como lucro de la actividad, en lo que se refiere a la depreciación y la amortización, pues el EBIT los considera efectos contables (Lunelli, 2011). Su denominación en Brasil no es uniforme; es conocido como “resultado operacional”, “resultado operacional neto”, “resultados antes de impuestos”, “resultados antes de intereses e impuestos (RAJI)”, “lucro operacional”, “lucro operacional neto” y “lucros antes de los impuestos”. Se calcula así:

$$\text{EBIT} = (\text{GASTOS OPERACIONALES} - \text{COSTES OPERACIONALES}) - \text{COSTES ADMINISTRATIVOS}$$

O,

$$\text{EBIT: LUCRO OPERACIONAL} - \text{COSTES ADMINISTRATIVOS}$$

- Lucro Antes de Intereses, Impuesto de Renta, Depreciación y Amortización (LAJIRDA), proviene del inglés “Earning Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization, (EBITDA), mide la capacidad de generar recursos de la empresa procedente de sus actividades operacionales.

“Los gravámenes financieros son el resultado de políticas financieras determinadas por los propietarios y están sujetos a las condiciones del mercado, sobre la que el administrador no tiene acción; la depreciación es la consecuencia de las inversiones realizadas a priori en bienes depreciables y, además no representa salida de caja y está considerada un gasto escritural. Los valores atribuidos al Impuesto de Renta y a la contribución social están condicionados a los resultados de la empresa” (LEMES JUNIOR, RIGO & CHEROBIN, 2009, p. 80).

Equivale, por lo tanto, el EBITDA, al flujo de caja operacional de la empresa, que es el resultado generado por el negocio independientemente de la forma en la que se financia y sin compromiso con el capital de terceros tomado prestados.

De acuerdo con ASSAF NETO (2009, p. 226) *“cuanto mayor es el índice más eficiente se presenta la formación de caja procedente de las operaciones (activos) y mejor es la capacidad de pago a los propietarios de capital e inversiones demostrada por la empresa”*. El EBITDA, según el mismo autor está considerado por los analistas como el índice de cobertura de intereses y demuestra la capacidad de caja de la empresa para remunerar a sus acreedores.

El EBITDA representa, de acuerdo con Lunelli (2011), la generación operacional de caja de la compañía, en otras palabras, la cantidad de recursos que genera la empresa teniendo como base sus actividades operacionales, excluyendo los efectos financieros y de impuestos.

La utilización del EBITDA, *“gana importancia porque analizar apenas el resultado final de la empresa (lucro o perjuicio) muchas veces ha sido insuficiente para evaluar su real desempeño en un determinado periodo”* (LUNELLI, 2011, p.2), dado que, en diversas situaciones la influencia ocurre por factores de difícil mensuración.

Para calcular el EBITDA en primer lugar es necesario apurar a partir de la Demostración del Resultado del Ejercicio, los Ingresos Brutos (RB) obtenidos con la venta de bienes o servicios; de ellas se sustrae el Coste de Mercancías o Servicios Vendidos (CMV), y se obtiene el Lucro Bruto. Al Lucro Bruto se le restan los Gastos Operacionales y se le suman los Ingresos Operacionales y se obtiene el Lucro Operacional, conocido en portugués como LAJIDA (Lucro Antes de los Intereses, Depreciación y Amortización). De manera simplificada, para su cálculo se utiliza la siguiente fórmula:

$$\text{EBITDA} = \text{RESULTADO OPERACIONAL NETO.} - \text{CMV} - \text{GASTOS. OPERAC} + \text{INGRESOS OPERACIONALES}$$

Lunelli (id, id) recuerda que en buena parte del mundo la definición de Lucro Operacional excluye el resultado financiero.

- Enterprise Value (EV): es un valor que representa el coste total de la empresa y está considerado un promedio dado por el mercado del valor de la empresa desde el punto de vista añadido de todas sus fuentes de financiamiento, ya sea capital propio, de los accionistas y del capital de terceros (pasivos exigible a corto y largo plazo).

$$\text{EV} = \text{VALOR DE MERCADO} + \text{DEUDA NETA DE LA EMPRESA}$$

- EV/EBIT Empresa x: lleva en consideración la estructura financiera de la empresa por vía del uso del *Enterprise Value*, sin embargo, ignora las diferentes políticas fiscales. Se utiliza con mucha frecuencia para comparar el valor de una empresa frente a otras del mismo sector y es también común el cálculo del EV/EBIT para el análisis de un segmento o de la totalidad de la industria.

El cálculo del Ev/Ebit utiliza la siguiente fórmula¹⁴:

$$\text{EV/EBIT} = \frac{\text{Enterprise Value}}{\text{EBIT}}$$

La principal ventaja del EV/EBIT es que ofrece una medida de valoración de la empresa. No obstante, en comparación con otros indicadores económico-financieros se puede afirmar que:

- El EV/EBIT es una medida eficiente porque considera la estructura financiera de la empresa mediante la utilización del concepto de *Enterprise Value* en su fórmula, lo que evita las distorsiones provocadas por diferentes políticas fiscales que frecuentemente pueden distorsionar medidas basadas en el resultado neto;
- Como desventajas, el EV/EBIT, como la mayoría de los indicadores que tienen como fuente las demostraciones contables, es estático y no lleva en consideración el diferente crecimiento dinámico de las distintas empresas, lo que no permite afirmar que un nivel más bajo de EV/EBIT corresponda necesariamente a una empresa de menor valor. Otra fragilidad del indicador se relaciona con el hecho de que no presta atención a la capacidad de la empresa para reinvertir los fondos que generan las tasas más elevadas, lo que permite un mayor crecimiento futuro

¹⁴ Fuente: Tehink Fin, disponible en <http://thinkfn.com/wikibolsa/EV/EBIT>

4. PRESENTACIÓN Y DISCUSIÓN DE LOS RESULTADOS

Este capítulo da continuidad a la articulación teórica desarrollada en los capítulos anteriores y se centra en el análisis empírico del efecto del Gobierno Corporativo en los indicadores económico-financieros de las empresas del segmento de energía eléctrica, de capital abierto y cuyas acciones se negocian en la Bolsa de Valores de São Paulo (BM&FBOVESPA). Como se ha articulado a lo largo de esta tesis, con base en el estado del arte del Gobierno Corporativo en los aspectos ontológicos del gobierno corporativo, en la estructura de poder prevista, en los modelos de gobiernos practicados en los diversos países, en las consideraciones de la Ley Sarbannes-Oxley, en las evidencias doctrinarias de la existencia de la relación entre la adopción de prácticas diferenciadas de gobierno corporativo y el desempeño organizacional, este capítulo ofrece con su perspectiva empírica el criterio de verificación de la hipótesis de que la adopción de prácticas adicionales de Gobierno Corporativo por parte de las empresas de capital abierto proporcionan mejores resultados cuando se miden con indicadores económico-financieros. Aun cuando este capítulo se dedique al Sector Eléctrico Brasileño por una cuestión de acceso a la información cuantitativa referida a los indicadores financieros, sus resultados permitirán conjeturar respecto a la validez en escenarios más amplios, aspectos que son discutidos en el capítulo de consideraciones finales.

4.1. Análisis Cuantitativo:

Con base en esta hipótesis general que indica una influencia *positiva* del gobierno corporativo sobre el desempeño de las empresas cuando se mide a través de índices económico-financieros, se analizó una muestra del 6,67% de las empresas de capital abierto listadas en la Bolsa de Valores de S. Paulo (el equivalente a 32 empresas dentro de un universo de 480 existentes), entre los años 2002 y 2007, seleccionadas, no por muestra probabilística, sino por criterio subjetivo: se analizan empresas de capital abierto, miembros del sector eléctrico brasileño, que al estar compuesto por empresas relativamente homogéneas, todas concesionarias de servicio público y con el mismo agente regulador, se tornan atractivas para análisis comparativos.

Estas 32 empresas seleccionadas son las únicas para las cuales pudieron obtenerse datos completos y, de estas 9 se sumaron formalmente a niveles adicionales de prácticas de Gobierno Corporativo y 23 no se adhirieron a las prácticas previstas para los niveles adicionales de Gobierno Corporativo (ver tabla 4).

Fueron descartadas de la muestra: 12 (doce) empresas que operaban apenas en el mercado organizado de mostrador; 10 (diez) empresas porque no fue posible obtener ninguno de sus datos primarios; 4 (cuatro) empresas fueran retiradas porque los registros históricos disponibles fueran menores que cinco o tuvieran tras esta etapa menos que 11 (once) índices con registros históricos válidos, en los seis períodos observados.

Para el riguroso análisis se buscaron informaciones en los documentos ofrecidos por las empresas, ya sea en los sectores de contabilidad o en su páginas web y en páginas web especializadas como el Economática, la BM&FBOVESPA, CVM, IBGC, Infomoney y Grafbolsa.

Las empresas objeto de esta tesis, se compararon así de acuerdo con 13 indicadores económico-financieros, utilizados para favorecer la comprensión del desempeño de las empresas y, según Damodaran (2010), también para medir la eficiencia de la gestión y compararlas (Martins, 2011). Los indicadores se agruparon, de acuerdo con Brigham (1999) en indicadores de liquidez, de endeudamiento, de eficiencia operacional, de rentabilidad/lucro e índices de mercado. Damodaran (2010) afirma que todos estos indicadores son objetivos porque toman por modelo el análisis cuantitativo, como se desea en esta tesis. No se adopta en esta tesis indicadores de base cualitativa, aún que sean relevantes, porque son más intuitivos, se basan en la perspectiva del evaluador y producen resultados que permiten interpretaciones diferenciadas.

Para Damodaran (2010) hay en el mercado informaciones en exceso y el analista de la empresa es responsable de seleccionarlas y usarlas con cautela y no debe utilizar nada más allá de lo necesario para una eficaz selección de la información y de los indicadores que den soporte a las decisiones.

En lo que respecta a la selección de los indicadores no hay consenso ni doctrina estandarizada de cuáles serían los más relevantes dentro de la clasificación citada anteriormente. Del mismo modo tampoco se manifiesta ningún consenso con relación a las cantidades para una mejor decisión. El principio que fue utilizado en la elección de los índices es el de la parsimonia, o sea, no se adoptó más datos que lo estrictamente necesario para la evaluación en curso, porque se cree que al doblar el número de índices, no doblamos la cantidad de informaciones, pero aumentamos sus costes para la toma de decisiones.

Con relación a la presente tesis, se optó por la selección por criterios “*ad hoc*” de 13 indicadores con base fundamentalista, o sea, que tienen como premisa el hecho de que el valor de la empresa está más relacionado con sus aspectos de naturaleza contable-financiera, constantes en los balances patrimoniales, en los demostrativos contables y en el flujo de caja (ver tabla 5). A propósito de los índices de liquidez, que miden la capacidad de pago de las empresas ante sus obligaciones, se optó por el de liquidez corriente, pues representa la cantidad de recursos en el activo corriente para cada unidad de pasivo corriente. Esta opción se justifica porque el sector eléctrico no posee existencias relevantes y se observó que lo realizable a largo plazo es prácticamente inexistente, lo que torna los valores de cualquiera de las liquideces semejantes, por la tanto, la proba ácida y la liquidez total, fueran excluidas.

Con relación a los índices de endeudamiento, que revelan cómo la empresa utiliza capital de terceros a través de su política de obtención de recursos y establece una relación del capital de accionistas y el capital de terceros que la empresa toma prestado, se optó por el endeudamiento general, que establece una relación entre lo exigible total y el patrimonio líquido de la empresa, ya que es un indicador de fácil cálculo y muestra de forma suficiente la situación de solvencia de la empresa y permite la comparación entre las compañías del sector eléctrico. Fue excluido el índice de participación de capital de terceros, porque no considera la totalidad del patrimonio neto en su cálculo y el índice composición del endeudamiento no fue utilizado porque tiene foco solamente

en las deudas de corto plazo o que no atendería la evaluación y comparación de las empresas del sector eléctrico.

Con relación a los indicadores de actividad operacional se optó por no incluirlos entre los seleccionados, pues miden la velocidad con que las cuentas se convierten en ventas, pero no haría diferencia en este estudio ya que en las demostraciones contables de muchas de las empresas estudiadas el su valor estaba, en porcentaje, próximo a cero, o que imposibilita las comparaciones.

Los indicadores de rentabilidad/lucro representan los retornos obtenidos por las empresas por cada unidad monetaria de capital propio invertido durante un cierto periodo de tiempo y son excelentes instrumentos de comparación entre empresas porque representan la cuantía del retorno que el inversor recibirá en función de la inversión realizada. Entre los indicadores de rentabilidad/lucro se optó por seleccionar el Lucro por Acción, que se consigue al dividir el lucro de la empresa entre el número de acciones. Es un indicador muy atractivo desde el punto de vista del inversor porque cuantifica el retorno logrado tras un periodo de tiempo por cada unidad monetaria invertida.

Otro indicador de rentabilidad/lucro seleccionado fue el ROI (Return on Investment), que está considerado, de acuerdo con Padoveze (1997) como una de las medidas más utilizadas en las evaluaciones y comparaciones entre empresas porque mide la eficiencia de la utilización del activo operacional y permite evaluar una inversión en la misma línea de análisis de balance, relacionando la rentabilidad del activo con el patrimonio líquido. No se utilizó el indicador precio justo porque es un índice que varía entre los inversores en función de las expectativas individuales con relación a la empresa evaluada, siendo un indicador con alta dosis de subjetividad. Tampoco se utilizó el margen de utilidad bruta, el margen de utilidad neta, la rentabilidad del patrimonio neto, rendimientos sobre activos, porque el indicador elegido, ROI, es un indicador más relevante y más económico porque permite la comparación de empresas de cualquier tamaño, midiendo, al mismo tiempo, la rentabilidad del activo y del patrimonio neto.

Con relación a los índices de mercado, de acuerdo con Nikbaht (2009), son una manera de medir la respuesta de los inversores al mercado accionario; controlan y comparan ciertos parámetros para descubrir el valor de mercado atribuido a sus acciones, así como el posible coste de nuevas emisiones (IPO). Son, de acuerdo con Damodaran (2010), útiles para evaluar y comparar empresas, principalmente en función de su simplicidad de cálculo y han sido utilizados en esta tesis por su uso consolidado en el mercado. Entre los índices de mercado se optó por trabajar el Valor Patrimonial de la Acción (VPA), que se obtiene al dividir el patrimonio neto entre el número de acciones. El índice Precio/Lucro (P/L) se calcula dividiendo el precio de mercado de la acción entre el lucro de la acción y sirve para medir si una acción está con su precio de mercado alto o bajo y se utiliza ampliamente para contener el excesivo optimismo en el mercado. El índice Precio/Valor Contable (PBV) refleja la expectativa del mercado con relación a la capacidad de lucro de la empresa y de su flujo de caja. El PBV se ha incluido entre los índices utilizados en esta tesis porque ofrece una medida relativamente estable e intuitiva del valor del activo y tiene por base las normas contables que son comunes entre las organizaciones, lo que favorece los estudios comparativos. El índice Precio/Ventas (P/S) mide un negocio relacionado con los ingresos que genera (Damodaran, 2010). Es importante para un análisis porque permite la comparación entre empresas de cualquier tamaño. Se calcula al dividir el precio de mercado del patrimonio de la empresa entre los ingresos generados. No se utilizó el dividendo "*yield*" y el índice "*payout*" porque se tenían muchos índices de mercado y estos dos miden la remuneración del inversor a través de la distribución de lucros a los inversores, por lo tanto, menos relevantes que los demás para el presente análisis y comparación de empresas.

Además de estos indicadores se destacan otras medidas de evaluación de desempeño que han sido utilizados en esta tesis en función de su importancia, facilidad de cálculo y aplicabilidad. El EBIT, conocido como lucro de la actividad se eligió porque calcula los intereses sin los efectos de la tributación e intereses; sin embargo incluye depreciación y amortización. El EBITDA fue seleccionado porque mide el flujo de caja operacional de las empresas,

independientemente de la forma como se financian o tributan y excluye también la amortización y la depreciación. El Enterprise fue elegido porque representa el coste total de la empresa dado por el mercado, al que hay que añadir la deuda neta de la empresa; es un excelente instrumento de comparaciones. El EV/EBIT Empresa X ha sido utilizado en la tesis porque toma por base el Enterprise Value, lo que evita distorsiones producidas por políticas fiscales. Se utilizan en las comparaciones de empresas de un mismo sector, como es el caso de la presente tesis. No se utilizó el EVA porque tiene la función principal de mostrar el lucro residual, o sea, el exceso. Además, este es un indicador considerado muy complejo y con ciertas limitaciones en su aplicación, una vez que incorpora en su cálculo ajustes contables arbitrarios. Tampoco se utilizó el modelo de DuPont porque tiene como foco identificar las áreas claves del desempeño financiero, por lo tanto, aunque sea un indicador muy importante es más utilizado para comparaciones internas de centros de costos que para comparaciones entre empresas, como es el objetivo de esta tesis.

Tabla 5 – Lista de índices comparados

#	Índice	Sigla	Fórmula Utilizada	Lectura
01	Ebit	EBIT	=LAIR+REC FIN – DESP FIN	MAYOR mejor
02	Ebitda	EBITDA	=LB-DESP VENTAS-DESP ADM	MAYOR mejor
03	Ev Ebit Empresa x	EEEx	=ENTERPRISE/EBIT	MAYOR mejor
04	Índice endeudamiento general	ENDTOTAL	=Exigible Total/Patrim. Neto	MENOR mejor
05	Enterprise Value	ENTERPRISE	Valor de la empresa en el mercado	MAYOR mejor
06	Índice Precio Lucro	IPL	Precio da acción / Lucro da acción	MENOR Mejor
07	Liquidez Corriente	Liq_Corr	= At Corriente/Pasivo Corr	MAYOR mejor
08	Lucro por Acción	LPA	Lucro Liq/ nº de Acciones	MAYOR mejor
09	Precio Valor/Contab.	PBV	Precio por Acción/Valor Contab do Patr Neto por Acción	MAYOR mejor
10	Precio Venta	PS	Valor de Mercado del PL/Ingresos	MAYOR mejor
11	Retorno sobre las Inversión	ROI	Lucro Neto/Activos totales	MAYOR mejor
12	Valor de Mercado	VM	Valor Cotización Promedio da Acción x nº de Acciones	MAYOR mejor
13	Valor Patr. da Acción	VPA	=Patr Neto/ nº de Acciones	MAYOR mejor

Estos índices fueron seleccionados por su gran importancia para demostraciones contables y también por la disponibilidad de datos para comparar el mercado foco de esta tesis. En conjunto, estos 13 índices constituyen un instrumento para acompañar y controlar la situación económica, financiera y patrimonial de las empresas. Aunque ninguno de los índices pueda analizarse separado de los demás para responder la hipótesis general propuesta, cuando se estudien en conjunto, estos índices traducen, cada uno en su lenguaje específico, los resultados de las actividades empresariales que permiten deducir el impacto del gobierno en el desempeño general del segmento empresarial aquí analizado.

Tabla 6 – Número de empresas analizadas por índice

ÍNDICE	Número de empresas analizadas
EBIT	31
EBITDA	32
EEEx	32
ENDTOTAL	32
ENTERPRISE	29
IPL	32
Liq_Corr	32
LPA	32
PBV	30
PS	28
ROI	32
VM	30
VPA	32
Total de índices analizados	404

Así mismo, para llegar a la muestra de 32 empresas se seleccionaron un total de 58 que, según el criterio de disponibilidad de datos público con relación a los 13 índices económico-financieros referidos, incluyendo los ejercicios financieros comprendidos entre 2002 y 2007. Se excluyeron del análisis las empresas a las que les faltaban datos o con registros históricos con menos de 5 de los 6 periodos observados y empresas que tuvieran tras esa etapa menos de 11 índices con registros históricos válidos (Ver Tablas 6 y 7).

Tabla 7 – Numero de índices analizados por empresa

ID	Empresa	# de índices analizados
1	AES elpa ON AELP	12
2	AES TIETE GETI	13
3	AMPLA ENERG BEE	13
4	CEB CEBR	13
5	CELESC CLSC	13
6	CELG CGOS	12
7	CELPA CELP	13
8	CELPE CEPE	13
9	CEMAT CMGR	13
10	CEMIG	13
11	CESP CESP	13
12	COELBA CEEB	13
13	COELCE COCE	13
14	COPEL CPLE	12
15	CPFL CPFE	12
16	CPFL CPFG	11
17	CPFL CPFP	11
18	ELEKTRO EKTR	13
19	ELETROBRAS ELET	13
20	ELETROPAR LIPR	12
21	ELETROPAULO ELPL	13
22	EMAE EMAE	13
23	ENERSUL ENER	12
24	ESCELSA ESCE	12
25	GER PARANAP GEPA	13
26	IENERGIA IENG	12
27	LIGHT LIGH	13
28	PAUL F LUZ PALF	13
29	REDE ENERGIA EDE	13
30	RIO GDE ENER GEG	13
31	TRACTEBEL TBLE	13
32	TRAN PAULISTA TRPL	13

Del mismo modo, si comparamos las 32 empresas seleccionadas, constatamos que un cuarto de ellas (N=9,28%) presenta algún índice de gobierno, mientras que el restante no lo tiene (N=23,72%). Se admite como hipótesis general confirmada si estas 9 empresas tienen, como regla general, un mejor desempeño que las 23 empresas restantes aquí listadas. La hipótesis se rechaza si el rendimiento de las empresas con gobierno es en general inferior al de las empresas que no lo tienen y nula si no hay un modelo de comportamiento. Observemos que, debido al limitado número de empresas analizadas aquí, no se incluye en la verificación de la hipótesis cuál es el

certificado de gobierno que poseen las empresas, ni el año de certificación obtenido, aunque para fines exploratorios se discuta más adelante. A continuación se listan más informaciones sobre las 32 empresas analizadas:

Tabla 8 – Relación detallada de certificación de las empresas analizadas

ID	Sigla	¿Posee certificado?	Año de ingreso En la bolsa	Segmento	Capital	¿Sí? ¿Qué certificado?
1	AES elpa ON AELP	N	2002	D	ABERTO	
2	AES TIETE GETI	N	1997	D	ABIERTO	
3	AMPLA ENERG CBEE	N	1969	D	ABIERTO	
4	CEB CEBR	N	1994	D	ABIERTO	
5	CELPA CELP	N	1999	D	ABIERTO	
6	CELPE CEPE	N	1994	D	ABIERTO	
7	CESP CESP	S	1971	G, C	ABIERTO	N1
8	CELG CGOS	N	1993	G, T	ABIERTO	
9	CELESC CLSC	S	1973	G, T, D	ABIERTO	N2
10	CEMAT CMGR	N	1994	D	ABIERTO	
11	COELBA CEEB	N	1994	D	ABIERTO	
12	CEMIG	S	1971	G, T, D, C	ABIERTO	N1
13	COELCE COCE	N	1995	D	ABIERTO	
14	CPFL CPFE	S	2000	G, D, C	ABIERTO	NM
15	CPFL CPFG	N	2001	G	ABIERTO	
16	CPFL CPFP	N	2002	D	ABIERTO	
17	COPEL CPLE	N	1994	G, T, D, C	ABIERTO	
18	ELEKTRO EKTR	N	1998	D	ABIERTO	
19	ELETROBRAS ELET	S	1971	G, T, D, C	ABIERTO	N1
20	ELETROPAULO ELPL	S	1993	D	ABIERTO	N2
21	EMAE EMAE	N	1998	G,C	ABIERTO	
22	ENERSUL ENER	N	1981	D	ABIERTO	
23	ESCELSA ESCE	N	1996	D	ABIERTO	
24	GER PARANAP GEPA	N	1969	G, C	ABIERTO	
25	IENERGIA IENG	N	1997	G	ABIERTO	
26	LIGHT LIGH	S	2004	G, D	ABIERTO	NM
27	ELETROPAR LIPR	N	1996	G, D, C	ABIERTO	
28	PAUL F LUZ PALF	N	1969	D	ABIERTO	
29	REDE ENERGIA REDE	N	1969	G, D, C	ABIERTO	
30	RIO GDE ENER RGEG	N	1997	D	ABIERTO	
31	TRACTEBEL TBLE	S	1998	G	ABIERTO	NM
32	TRAN PAULISTA TRPL	S	1999	T	ABIERTO	N1

G=Generación, T=Transmisión, D=Distribución y C=Consumo

Como criterio empírico de verificación general de la hipótesis, se recurre a una *ordenación de índices*, verificando según qué índices las empresas con certificación de gobierno se encuentran en el tercio superior de la clasificación

del índice analizado. Esta ordenación *confirma la hipótesis* cuando la mayoría de las empresas con gobierno figura en lo más alto de la clasificación, se rechaza cuando la mayor parte de ellas se encuentra en el tercio inferior y es nula cuando no ocurre ninguna de estas situaciones. El análisis por ordenamiento es importante en análisis empíricos generales, pero para verificación más detallada se realiza un *análisis de ranquin*, que procura comparar las 32 empresas observadas como constancia de desempeño.

4.2 Análisis A: mejores empresas vs. peores empresas

En esta sección se presentan dispuestas en tablas (tablas 9 a 21) con todas las 32 empresas de las que disponemos datos, analizadas individualmente dentro de los 13 índices observados. Para efectos de análisis se calculó el *promedio* del periodo, el desvío estándar del promedio y el *coeficiente de variación* del índice. (donde Coef. Var. = Promedio/Desvío estándar). Se añadió también un marcador para confirmación/rechazo de la hipótesis. Se atribuyó H= +1 en los casos en los que la empresa TIENE certificado de gobierno y está entre las 9 mejores del índice; y atribuido H= -1 en los casos en los que la empresa TIENE certificado de gobierno y está entre las 9 peores del índice; se atribuyó H=0 en los casos en los que la empresa TIENE certificado de gobierno pero no está ni entre las 9 primeras ni entre las 9 últimas empresas.

Con base en la presencia/ausencia de gobierno y en el subgrupo en el que las empresas con la misma característica se concentran, se realizó una verificación que sugiere que empresas con gobierno están siempre más presentes en el subgrupo Top que en el resto de los subgrupos. La hipótesis se *rechazó* en los casos en los que hay más empresas con gobierno en el subgrupo de *abajo* que en los demás, e no conclusivo en el caso de que haya más empresas con gobierno en el grupo del medio que en el resto.

Se observa que como no todas las empresas presentan datos de los 13 índices, hay una variación en el número de casos analizados, siendo el mínimo

de 28 empresas comparadas y el máximo de 32. Para crear los grupos de empresas en el tercio superior y en inferior de las tablas, se consideraron los primeros y los últimos 9 ítems de la lista. Destacamos también que para una mejor visualización, las empresas CON gobierno fueron destacadas en letras *rojas*. Así mismo, para facilitar la percepción de los datos las 13 tablas se presentan en conjunto, con la página en sentido panorámico y tras la presentación de las tablas se realiza el análisis de la hipótesis.

Tabla 9 – EBIT

EMPRESA	GOV	2002	2003	2004	2005	2006	2007	Promedio	Desvío	Coef	Rank	H	
ELETROBRAS ELET	S	2.361.154	-919.071	4.019.766	1.263.391	2.706.380	1.996.864	1.904.747	1.512.063	1,3	1	1	
CEMIG	S	-1.500.098	2.039.445	1.674.518	1.854.508	1.642.150	1.865.645	1.262.695	1.242.561	1,0	2	1	
TRACTEBEL TBLE	S	-909.243	628.557	768.876	1.029.910	1.089.419	1.327.563	655.847	735.089	0,9	3	1	
COPEL CPLE	N	-298.153	163.880	350.743	411.710	1.205.902	944.736	463.136	494.643	0,9	4	.	
CPFL CPFE	S	-1.030.510	-591.124	224.828	828.599	1.555.414	1.692.337	446.591	1.019.408	0,4	5	1	
AES TIETE GETI	N	-383.715	21.560	126.543	744.901	808.373	793.198	351.810	458.003	0,8	6	.	
TRAN PAULISTA TRPL	S	46.496	129.962	425.545	358.358	105.580	882.522	324.744	284.547	1,1	7	1	
COELBA CEEB	N	-68.810	-100.837	170.111	476.631	589.266	729.210	299.262	319.545	0,9	8	.	
PAUL F LUZ PALF	N	-614.958	-213.232	96.492	559.900	798.940	1.139.655	294.466	600.458	0,5	9	.	
CPFL CPFP	N	-225.884	80.027	127.584	371.223	455.506	439.061	207.920	242.346	0,9	10	.	
ELEKTRO EKTR	N	-1.659.260	541.480	219.428	658.215	703.670	475.924	156.576	826.871	0,2	11	.	
COELCE COCE	N	2.706	17.539	-2.751	140.750	344.355	349.294	141.982	152.625	0,9	12	.	
CELESC CLSC	S	-629.302	121.669	258.465	281.375	227.144	289.137	91.415	327.072	0,3	13	0	
CELPE CEPE	N	-52.950	1.209	29.048	-14.085	153.745	323.799	73.461	129.068	0,6	14	.	
CPFL CPFG	N	-211.160	-76.153	85.625	148.771	188.430	112.097	41.268	140.063	0,3	15	.	
CELPA CELP	N	-172.828	42.544	52.090	86.613	57.206	95.980	26.934	91.311	0,3	16	.	
ELETROPAR LIPR	N	6.207	2.170	439	-1.544	3.407	16.832	4.585	5.980	0,8	17	.	
ELETROPAULO ELPL	S	-2.795.814	938.704	52.211	67.868	675.869	1.022.223	-6.490	1.304.260	-	0,0	18	0
RIO GDE ENER RGEG	N	-192.749	-140.908	38.451	9.566	106.418	98.837	-13.398	114.451	-	0,1	19	.
EMAE EMAE	N	65.124	-12.137	22.393	-32.006	-71.113	-54.101	-13.640	46.155	-	0,3	20	.
ENERSUL ENER	N	-170.818	-4.510	67.671	103.513	-9.301	-111.704	-20.858	95.260	-	0,2	21	.
CEMAT CMGR	N	-317.509	-166.104	-97.563	81.599	116.465	137.241	-40.979	166.785	-	0,2	22	.
CEB CEBR	N	-297.556	-3.833	-88.060	68.339	-159.590	125.877	-59.137	142.191	-	0,4	23	.
ESCELSA ESCE	N	-1.196.180	424.068	-28.836	129.758	117.494	85.565	-78.022	518.483	-	0,2	24	.
GER PARANAP GEPA	N	-410.320	-79.473	-182.584	43.547	-4.252	-54.609	-114.615	149.495	-	0,8	25	.
REDE ENERGIA REDE	N	-471.376	-375.629	-368.342	-192.937	-28.926	4.977	-238.706	180.357	-	1,3	26	.
AMPLA ENERG CBEE	N	-778.369	-455.064	-163.587	-17.004	-213	-25.042	-239.880	287.334	-	0,8	27	.
CELG CGOS	N	-888.273	432.305	-281	-72.685	-624.149	-500.366	-275.575	440.734	-	0,6	28	.
AES elpa ON AELP	N	-2.126.882	-373.926	-70.490	-146.610	53.888	199.128	-410.815	787.385	-	0,5	29	.
LIGHT LIGH	S	-2.957.103	-984.350	-664.796	607.822	-195.537	1.075.325	-519.773	1.297.329	-	0,4	30	-1
CESP CESP	S	-4.150.736	214.609	-624.170	-824.839	-1.032.729	137.708	-1.046.693	1.463.826	-	0,7	31	-1

Tabla 10 - EBITDA

EMPRESA	GOV	2002	2003	2004	2005	2006	2007	Promedio	Desvío	Coef	Rank	H	
ELETROPAULO ELPL	S	597.818	795.252	1.002.706	820.380	1.450.328	1.334.235	1.000.120	302.889	3,3	1	1	
CESP CESP	S	907.876	881.307	1.011.665	562.906	815.895	1.020.914	866.761	153.611	5,6	2	1	
PAUL F LUZ PALF	N	692.614	561.147	597.380	880.073	1.059.917	1.316.426	851.260	269.115	3,2	3	.	
TRACTEBEL TBLE	S	312.188	482.429	806.685	945.888	1.020.984	1.271.541	806.619	324.310	2,5	4	1	
AES TIETE GETI	N	375.502	547.571	719.587	880.342	1.032.828	1.037.579	765.568	245.078	3,1	5	.	
COELBA CEEB	N	245.408	402.689	495.604	970.850	865.297	1.069.502	674.892	308.290	2,2	6	.	
ELEKTRO EKTR	N	137.343	250.274	542.862	750.318	847.614	769.473	549.647	269.889	2,0	7	.	
CEMIG	S	504.980	1.194.070	1.639.789	-108.677	9.527	-37.528	533.694	667.589	0,8	8	1	
TRAN PAULISTA TRPL	S	116.250	209.141	415.531	458.830	60.876	956.216	369.474	299.843	1,2	9	1	
CPFL CPFP	N	86.003	197.499	193.660	381.786	530.489	520.157	318.266	170.240	1,9	10	.	
CELESC CLSC	S	-190.302	341.217	511.537	661.324	513.794	-44.411	298.860	311.372	1,0	11	1	
GER PARANAP GEPA	N	222.398	313.756	300.592	274.296	227.375	261.339	266.626	34.055	7,8	12	.	
CELPE CEPE	N	97.978	180.072	187.432	295.785	334.231	474.466	261.661	122.933	2,1	13	.	
LIGHT LIGH	S	175.843	413.183	545.379	430.877	-10.143	-5.382	258.293	217.782	1,2	14	0	
RIO GDE ENER RGEF	N	177.066	240.751	229.681	223.110	286.294	331.464	248.061	49.112	5,1	15	.	
AMPLA ENER CBEE	N	38.802	-15.974	245.641	341.265	351.332	519.279	246.724	185.477	1,3	16	.	
COELCE COCE	N	170.330	161.243	94.595	255.314	423.061	351.911	242.742	114.327	2,1	17	.	
CEMAT CMGR	N	128.729	116.862	173.866	339.684	289.508	294.604	223.876	87.300	2,6	18	.	
CELPA CELP	N	96.305	186.197	263.702	239.353	301.183	190.515	212.876	65.680	3,2	19	.	
ESCELSA ESCE	N	94.965	120.169	119.277	176.682	220.990	201.095	155.530	46.622	3,3	20	.	
ENERSUL ENER	N	24.210	93.469	157.181	223.120	128.339	-35.988	98.389	85.142	1,2	21	.	
CELG CGOS	N	29.957	261.073	262.630	69.989	-233.607	-3.347	64.449	169.603	0,4	22	.	
CPFL CPFG	N	24.746	-5.851	-11.197	-6.569	229	334.275	55.939	125.020	0,4	23	.	
REDE ENERGIA REDE	N	18.669	50.898	9.423	27.368	-4.754	-6.337	15.878	19.694	0,8	24	.	
CEB CEBR	N	-55.623	31.538	56.772	25.322	5.707	3.025	11.124	34.766	0,3	25	.	
IENERGIA IENG	N	1.695	4.286	6.252	8.166	8.756	9.454	6.435	2.727	2,4	26	.	
ELETROPAR LIPR	N	462	339	-1.130	-4.348	-897	-3.475	-1.508	1.814	-	0,8	27	.
CPFL CPFE	S	-23.578	-18.343	-32.018	-9.327	-18.934	-24.475	-21.113	6.924	-	3,0	28	-1
COPEL CPLE	N	-9.273	-69.629	-13.006	-36.582	-24.384	-12.050	-27.487	21.008	-	1,3	29	.
EMAE EMAE	N	58.162	-25.471	4.482	-64.600	-89.938	-66.371	-30.623	50.154	-	0,6	30	.
AES elpa ON AELP	N	-76.577	-50.694	-48.675	-1.810	-2.184	-4.145	-30.681	29.384	-	1,0	31	.
ELETROBRAS ELET	S	1.360.950	-65.658	-539.051	-1.433.567	-430.398	-595.377	-283.850	842.464	-	0,3	32	-1

Tabla 11 – Ev EBIT Empresa X (EEx)

EMPRESA	GOV	2002	2003	2004	2005	2006	2007	Promedio	Desvío	Coef	Rank	H	
TRAN PAULISTA TRPL	S	585.371.653	1.694.127.010	1.537.939.854	3.604.958.704	4.012.181.058	5.910.710.440	2.890.881.453	1.801.140.095	1,6	1	1	
AMPLA ENERG CBEE	N	8.225,80	-33,40	70,90	44,70	70,30	43,90	1.403,70	3.051,14	0,5	2	.	
ELETROBRAS ELET	S	-5,30	31,50	349,00	95,20	280,40	32,10	130,48	135,02	1,0	3	1	
CEMIG	S	87,80	29,60	26,40	399,50	33,70	48,70	104,28	133,63	0,8	4	1	
CPFL CPFE	S			42,50	55,00	40,20	38,00	43,93	6,59	6,7	5	1	
GER PARANAP GEPA	N	26,20	21,90	33,20	44,00	71,30	60,40	42,83	17,93	2,4	6	.	
ESCELSA ESCE	N	130,70	14,30	13,50	12,20			42,68	50,83	0,8	7	.	
TRACTEBEL TBLE	S	34,10	29,10	28,40	42,50	53,00	35,10	37,03	8,51	4,4	8	1	
COELCE COCE	N	40,00	49,10	34,10	27,00	34,60	28,30	35,52	7,44	4,8	9	.	
ELETROPAULO ELPL	S	-11,80	13,90	31,20	20,50	16,00	105,70	29,25	36,56	0,8	10	1	
CESP CESP	S	13,00	47,40	19,00	-29,40	55,10	65,00	28,35	31,83	0,9	11	1	
AES TIETE GETI	N	38,80	21,00	25,20	29,00	25,20	26,70	27,65	5,53	5,0	12	.	
LIGHT LIGH	S	8,10	125,10	13,50	22,90	-15,70	5,40	26,55	45,59	0,6	13	0	
CELPE CEPE	N	24,40	23,00	17,70	27,70	28,30	21,50	23,77	3,63	6,6	14	.	
COELBA CEEB	N	12,20	20,70	16,70	21,00	22,90	27,70	20,20	4,84	4,2	15	.	
CEMAT CMGR	N	24,10	21,00	13,30	10,60	33,30	14,10	19,40	7,75	2,5	16	.	
ELEKTRO EKTR	N	4,10	9,70		20,60	23,60	37,30	19,06	11,55	1,7	17	.	
CELPA CELP	N	12,90	10,90	9,80	12,50	24,80	21,70	15,43	5,69	2,7	18	.	
ENERSUL ENER	N	34,90	14,30	6,50	5,00			15,18	11,92	1,3	19	.	
PAUL F LUZ PALF	N	26,90	16,30	9,10	10,40	10,70		14,68	6,59	2,2	20	.	
ELETROPAR LIPR	N	14,90	27,20	35,50	-126,70	92,70	26,10	11,62	66,76	0,2	21	.	
IENERGIA IENG	N	17,20	-22,30	-18,90	6,20	37,60	37,70	9,58	24,06	0,4	22	.	
CEB CEBR	N	-6,30	30,10	7,30	12,70	-8,00	16,40	8,70	13,16	0,7	23	.	
CPFL CPFP	N	8,60	3,30	7,00	12,50			7,85	3,30	2,4	24	.	
COPEL CPLE	N	-11,90	20,90	10,00	9,80	5,10	7,80	6,95	9,76	0,7	25	.	
CELESC CLSC	S	-1,60	1,70	4,00	3,80	11,10	4,60	3,93	3,82	1,0	26	-1	
REDE ENERGIA REDE	N		-237,70	-25,00	11,00	17,50	71,00	-32,64	107,02	-	0,3	27	.
AES elpa ON AELP	N	-13,20	-12,90	-39,80	-65,60	79,30	-333,30	-64,25	128,35	-	0,5	28	.
CELG CGOS	N			32,20	-381,90	0,00	66,10	-70,90	181,07	-	0,4	29	.
RIO GDE ENER RGEG	N	-788,30	19,40	17,90	67,40	43,50	80,80	-93,22	311,70	-	0,3	30	.
EMAE EMAE	N	-11,50	-30,60	-642,40	-9,60	-12,70	36,80	-111,67	238,24	-	0,5	31	.

Tabla 12 - Endeudamiento Total (ENDTOTAL)_

EMPRESA	GOV	2002	2003	2004	2005	2006	2007	Promedio	Desvío	Coef	Rank	H	
AES elpa ON AELP	N	1,39	-4,40	-3,96	0,60	0,62	0,50	-0,88	2,36	-	0,4	1	.
ELETRORBRAS ELET	S	0,35	0,32	0,28	0,20	0,20	0,21	0,26	0,06	4,4	2	1	
CPFL CPFE	S	0,80	0,25	0,07	0,11	0,17	0,30	0,28	0,24	1,2	3	1	
EMAE EMAE	N	0,28	0,28	0,28	0,27	0,29	0,36	0,29	0,03	9,6	4	.	
TRAN PAULISTA TRPL	S	0,27	0,27	0,25	0,30	0,39	0,31	0,30	0,05	6,5	5	1	
COPEL CPLE	N	0,35	0,35	0,31	0,31	0,40	0,25	0,33	0,04	7,4	6	.	
CPFL CPFG	N	0,95	0,67	0,06	0,10	0,10	0,89	0,46	0,39	1,2	7	.	
GER PARANAP GEPA	N	0,71	0,68	0,64	0,65	0,58	0,55	0,63	0,06	11,5	8	.	
ELETROPAR LIPR	N	0,88	0,77	0,81	0,85	0,83	0,62	0,79	0,09	9,3	9	.	
CEMIG	S	1,39	1,26	1,29	0,38	0,26	0,18	0,79	0,52	1,5	10	1	
TRACTEBEL TBLE	S	1,03	0,92	0,84	0,86	0,75	0,92	0,89	0,08	10,5	11	1	
IENERGIA IENG	N	0,75	1,10	1,41	0,86	1,10	1,22	1,07	0,22	4,9	12	.	
RIO GDE ENER RGEN	N	1,70	1,35	1,05	1,04	1,16	1,05	1,22	0,24	5,1	13	.	
COELCE COCE	N	1,14	1,15	1,08	2,27	2,22	2,03	1,65	0,53	3,1	14	.	
CELPE CEPE	N	1,48	1,39	1,48	1,85	1,95	1,75	1,65	0,21	7,8	15	.	
ENERSUL ENER	N	1,75	1,87	1,60	1,84	1,43	1,56	1,67	0,16	10,5	16	.	
CELPA CELP	N	1,25	1,51	2,34	1,70	1,74	2,10	1,77	0,36	4,9	17	.	
COELBA CEEB	N	1,51	1,46	1,43	2,50	2,13	1,99	1,84	0,40	4,6	18	.	
CELESC CLSC	S	3,12	2,84	2,39	2,22	0,31	0,22	1,85	1,16	1,6	19	0	
CEB CEBR	N	2,76	3,02	3,54	3,24	0,95	0,20	2,29	1,25	1,8	20	.	
CEMAT CMGR	N	2,61	3,32	4,07	1,71	1,61	1,51	2,47	0,96	2,6	21	.	
PAUL F LUZ PALF	N	1,78	1,58	2,79	2,60	2,82	8,52	3,35	2,36	1,4	22	.	
REDE ENERGIA REDE	N	2,13	3,67	8,82	1,60	2,60	2,37	3,53	2,44	1,4	23	.	
AES TIETE GETI	N	4,18	4,04	4,09	4,36	4,03	4,00	4,12	0,12	33,4	24	.	
ELETROPAULO ELPL	S	5,15	4,80	4,85	5,33	4,67	2,66	4,58	0,89	5,2	25	-1	
ESCELSA ESCE	N	11,33	6,43	4,86	1,97	1,60	1,66	4,64	3,49	1,3	26	.	
AMPLA ENER CBEE	N	8,49	10,71	2,47	2,21	2,00	2,04	4,65	3,56	1,3	27	.	
CESP CESP	S	2,19	1,78	26,88	1,76	0,94	0,90	5,74	9,46	0,6	28	-1	
CPFL CPFP	N	6,12	5,84	2,27	7,43	6,85	6,29	5,80	1,66	3,5	29	.	
ELEKTRO EKTR	N	-12,15	34,06	8,58	2,28	2,09	1,46	6,05	13,98	0,4	30	.	
LIGHT LIGH	S	10,38	19,03	23,78	5,24	0,00	0,08	9,75	9,06	1,1	31	-1	
CELG CGOS	N	-8,56	63,04	24,27	3,27	4,44	10,31	16,13	23,14	0,7	32	.	

Tabla 13 – Enterprise Value (Enterprise)

EMPRESA	GOV	2002	2003	2004	2005	2006	2007	Promedio	Desvío	Coef	Rank	H
ELETRORBRAS ELET	S	17.821.514.509	36.093.144.722	31.282.822.538	27.498.175.202	33.509.731.250	29.912.130.920	29.352.919.857	5.818.939.488	5,0	1	1
CPFL CPFE	S			8.034.603.840	13.160.793.000	14.346.108.000	16.755.984.370	13.074.372.303	3.185.055.486	4,1	2	1
CEMIG	S	7.276.446.289	10.829.521.721	13.263.018.618	14.116.723.125	16.126.915.931	16.134.906.380	12.957.922.011	3.119.319.111	4,2	3	1
CESP CESP	S	12.496.241.856	11.439.717.124	11.180.091.949	9.078.244.996	12.393.152.371	16.235.622.817	12.137.178.519	2.150.629.216	5,6	4	1
TRACTEBEL TBLE	S	3.629.354.913	5.497.389.099	6.347.110.439	10.623.868.989	12.370.906.456	14.322.275.689	8.798.484.264	3.877.990.515	2,3	5	1
PAUL F LUZ PALF	N	5.822.923.345	4.987.123.011	6.135.325.258	10.800.808.595	11.141.184.396		7.777.472.921	2.636.591.705	2,9	6	.
LIGHT LIGH	S	9.141.489.196	9.427.418.890	8.328.751.853	7.102.870.055	3.080.995.138	5.826.671.472	7.151.366.101	2.192.879.802	3,3	7	1
ELETROPAULO ELPL	S	5.096.612.294	6.005.924.762	6.251.125.928	6.355.287.200	5.589.911.834	6.922.823.186	6.036.947.534	579.801.962	10,4	8	1
COPEL CPLE	N	3.751.844.650	4.290.292.240	4.078.759.419	5.642.963.532	7.539.209.141	8.993.247.570	5.716.052.759	1.942.544.855	2,9	9	.
AES TIETE GETI	N	2.745.444.099	2.709.214.666	4.368.565.187	5.482.368.913	6.606.557.547	7.620.281.592	4.922.072.001	1.842.669.060	2,7	10	.
COELBA CEEB	N	1.626.545.097	2.307.646.747	3.245.871.188	4.157.673.760	5.433.496.874	7.933.213.136	4.117.407.800	2.102.906.334	2,0	11	.
AMPLA ENER G CBEE	N	1.291.455.311	1.735.620.103	3.178.381.446	3.117.767.755	4.540.609.008	5.877.643.306	3.290.246.155	1.565.903.402	2,1	12	.
GER PARANAP GEPA	N	1.846.612.616	1.918.727.888	2.316.493.433	2.781.271.479	4.089.602.932	4.479.042.500	2.905.291.808	1.027.574.705	2,8	13	.
ELEKTRO EKTR	N	488.016.715	1.196.175.126	1.450.121.482	2.905.174.205	4.543.122.429	5.929.592.240	2.752.033.699	1.939.491.916	1,4	14	.
ESCELSA ESCE	N	2.106.335.320	1.960.091.000	1.937.394.000	2.194.663.000			2.049.620.830	105.905.874	19,4	15	.
CELPE CEPE	N	1.089.351.752	1.281.138.415	1.557.504.715	1.993.268.813	2.543.054.370	3.111.668.660	1.929.331.121	712.114.260	2,7	16	.
RIO GDE ENER RGE	N	1.110.767.013	1.077.361.140	1.102.904.850	1.811.439.800	2.555.997.600	2.790.950.459	1.741.570.144	709.031.316	2,5	17	.
REDE ENERGIA REDE	N		728.010.580	613.807.430	733.750.000	2.029.147.870	4.124.469.090	1.645.836.994	1.343.870.331	1,2	18	.
COELCE COCE	N	1.195.694.170	1.176.559.159	1.137.078.430	1.523.314.615	2.376.781.326	2.222.598.500	1.605.337.700	508.885.965	3,2	19	.
CELG CGOS	N			1.028.514.487	1.199.787.630	1.641.332.000	1.887.352.000	1.439.246.529	341.935.091	4,2	20	.
AES elpa ON AELP	N	1.796.178.310	341.857.924	273.424.867	1.206.985.373	1.805.707.007	2.691.471.011	1.352.604.082	856.549.803	1,6	21	.
ENERSUL ENER	N	1.114.985.022	1.011.177.626	976.146.756	1.085.475.626			1.046.946.258	55.690.552	18,8	22	.
CELESC CLSC	S	379.819.297	577.485.490	809.776.282	1.031.580.830	1.322.924.640	1.621.797.500	957.230.673	424.315.565	2,3	23	-1
CELPA CELP	N	575.646.880	531.775.968	677.646.474	877.812.245	1.391.429.685	1.450.693.890	917.500.857	372.750.249	2,5	24	.
CEMAT CMGR	N	472.321.249	493.250.500	528.279.140	856.082.200	1.274.683.700	1.668.448.500	882.177.548	450.454.321	2,0	25	.
IENERGIA IENG	N	186.287.260	213.077.260	306.880.880	262.272.440	472.717.300	557.781.490	333.169.438	136.405.130	2,4	26	.
CEB CEBR	N	209.701.129	333.960.543	316.201.068	290.462.269	238.591.516	451.443.256	306.726.630	77.562.044	4,0	27	.
EMAE EMAE	N	188.826.020	257.453.387	227.409.733	197.691.410	243.553.725	473.244.980	264.696.543	96.287.991	2,7	28	.
ELETROPAR LIPR	N	23.659.925	99.211.657	99.271.383	194.932.246	234.348.634	407.699.219	176.520.511	124.121.664	1,4	29	.

Tabla 14 – Índice Precio/Lucro (IPL)

EMPRESA	GOV	2002	2003	2004	2005	2006	2007	Promedio	Desvío	Coef	Rank	H
PAUL F LUZ PALF	N	-142.438,13	-1.334.116,09	386.964,75	403.080,84	417.505,52		-53.800,62	674.122,92	-	0,1 1	.
AES TIETE GETI	N	-71.824,88	1.015,38	1.483,82	1.224,45	1.568,72	2.205,76	-10.721,13	27.328,91	-	0,4 2	.
CESP CESP	S	-170,01	1.592,94	26.976,32	-5.481,47	-51.869,14	62,23	-4.814,85	23.493,44	-	0,2 3	1
LIGHT LIGH	S	-370,71	-1.625,67	-6.377,32	4.935,64	-9.183,49	3,40	-2.103,03	4.575,50	-	0,5 4	1
CEB CEBR	N	-188,86	-1.603,38	-1.274,71	782,79	-352,75	2,90	-439,00	797,10	-	0,6 5	.
CELESC CLSC	S	-25,53	0,67	0,87	1,09	1,69	2,67	-3,09	10,06	-	0,3 6	1
COELCE COCE	N	0,05	0,08	0,08	0,16	0,38	0,49	0,21	0,17		1,3 7	.
RIO GDE ENER RGEN	N	-7,15	-23,76	16,18	9,00	14,57	12,20	3,51	14,41		0,2 8	.
CEMAT CMGR	N	-0,31	-1,74	14,01	2,09	9,21	7,46	5,12	5,58		0,9 9	.
CPFL CPFP	N	-3,81	3,90	8,38	9,58	7,62		5,13	4,86		1,1 10	.
REDE ENERGIA REDE	N	-0,09	-0,11	-0,11	-2,72	11,65	52,07	10,11	19,32		0,5 11	.
CPFL CPFE	S			18,34	9,46	7,40	7,83	10,76	4,45		2,4 12	0
AMPLA ENER CBEE	N	-1,63	-15,33	64,84	15,51	16,39	26,93	17,78	25,10		0,7 13	.
CPFL CPFG	N	-6,58	278,35	24,22	22,18			79,54	115,43		0,7 14	.
IENERGIA IENG	N	-0,42	-1,00	8,91	1.147,36	-5,35	-136,63	168,81	440,50		0,4 15	.
COELBA CEEB	N	189,15	154,92	219,58	244,56	474,95	7,81	215,16	138,85		1,5 16	.
CEMIG	S	-472,76	652,52	942,43	987,17	1.483,73	5,25	599,72	652,62		0,9 17	0
TRACTEBEL TBLE	S	-6.709,00	6.119,23	5.427,00	7,78	9,50	11,29	810,97	4.241,90		0,2 18	0
CELG CGOS	N	-730,03	1.078,77	6.224,80	5,10	-2,54	-4,85	1.095,21	2.354,00		0,5 19	.
EMAE EMAE	N	5.749,14	-9.575,19	25.194,85	-3.480,78	-2.772,38	-5.611,74	1.583,98	11.516,34		0,1 20	.
CELPA CELP	N	-1.385,63	1.883,20	-1.637,88	4.308,69	8.187,31	8,04	1.893,95	3.469,48		0,5 21	.
ESCELSA ESCE	N	-357,45	1.800,56	2.416,59	6.512,44			2.593,04	2.486,27		1,0 22	.
AES elpa ON AELP	N	-22,02	-1.187,74	-3.309,37	-6.472,93	18.114,81	10.765,33	2.981,35	8.611,72		0,3 23	.
CELPE CEPE	N	12.314,84	2.168,45	4.213,47	4.164,43	4.108,84	4,74	4.495,79	3.809,26		1,2 24	.
TRAN PAULISTA TRPL	S	2.234,20	4.041,31	2.873,18	5.954,91	23.709,48	4,48	6.469,59	7.916,71		0,8 25	-1
ELEKTRO EKTR	N	-161,45	2.465,96	4.282,66	4.227,06	15.483,20	19.165,94	7.577,23	7.128,50		1,1 26	.
ELETROPAR LIPR	N	3.144,75	29.452,83	53.122,93	-118.395,32	79.554,41	25,44	7.817,50	62.821,28		0,1 27	.
COPEL CPLE	N		17.592,54	8.285,50	10.167,18	4.769,03	6,63	8.164,18	5.847,96		1,4 28	.
ELETRORBRAS ELET	S	3.577,82	25.664,38	5.139,39	7.137,77	8.103,67	11,46	8.272,42	8.204,62		1,0 29	-1
GER PARANAP GEPA	N	-7.202,36	5.952,95	16.938,47	12.307,84	29.067,63	40,09	9.517,44	11.741,28		0,8 30	.
ENERSUL ENER	N	-6.544,86	40.159,69	5.320,66	3.403,46			10.584,74	17.659,15		0,6 31	.
ELETROPAULO ELPL	S	-1.248,72	5.755,07	58.732,44	-2.393,17	1.329,83	3.494,70	10.945,02	21.545,02		0,5 32	-1

Tabla 15 – Liquidez Corriente (Liq_corr)

EMPRESA	GOV	2002	2003	2004	2005	2006	2007	Promedio	Desvío	Coef	Rank	H
ELETRORBRAS ELET	S	1,92	1,70	1,75	2,78	3,08	2,82	2,34	0,56	4,2	1	1
TRAN PAULISTA TRPL	S	2,10	2,02	3,03	2,09	1,22	1,36	1,97	0,59	3,3	2	1
CPFL CPFE	S	0,01	1,19	3,69	1,70	1,17	1,45	1,54	1,10	1,4	3	1
AES TIETE GETI	N	0,75	2,02	2,14	1,53	1,36	1,32	1,52	0,46	3,3	4	.
CELESC CLSC	S	1,09	1,30	1,50	1,47	2,59	1,01	1,49	0,52	2,9	5	1
EMAE EMAE	N	2,47	1,66	1,91	1,63	0,64	0,44	1,46	0,71	2,1	6	.
CPFL CPFG	N	0,84	1,49	2,12	1,30	1,40	0,20	1,23	0,59	2,1	7	.
CELPE CEPE	N	1,21	0,61	1,21	1,38	1,32	1,47	1,20	0,28	4,3	8	.
ELEKTRO EKTR	N	1,45	1,22	0,90	1,03	1,27	1,09	1,16	0,18	6,5	9	.
COELBA CEEB	N	0,99	0,48	1,33	1,37	1,38	1,24	1,13	0,32	3,5	10	.
ESCELSA ESCE	N	1,55	1,05	0,93	0,77	0,87	1,34	1,08	0,27	3,9	11	.
ELETROPAR LIPR	N	0,75	1,05	1,07	1,04	1,10	1,33	1,06	0,17	6,2	12	.
ENERSUL ENER	N	0,83	1,11	0,86	0,73	1,38	1,28	1,03	0,24	4,3	13	.
AMPLA ENERG CBEE	N	0,93	0,70	0,85	1,16	1,14	1,35	1,02	0,22	4,7	14	.
CELPA CELP	N	0,78	0,86	0,93	0,97	1,47	1,11	1,02	0,23	4,5	15	.
CEB CEBR	N	0,58	1,26	1,13	1,21	0,71	1,15	1,01	0,26	3,9	16	.
COPEL CPLE	N	1,35	0,57	0,41	0,77	1,21	1,73	1,01	0,46	2,2	17	.
COELCE COCE	N	1,08	1,09	1,21	0,99	0,75	0,73	0,98	0,18	5,5	18	.
PAUL F LUZ PALF	N	0,91	0,89	0,99	0,96	1,01	1,00	0,96	0,05	20,5	19	.
LIGHT LIGH	S	1,18	0,45	0,54	1,69	0,73	1,01	0,94	0,42	2,2	20	0
TRACTEBEL TBLE	S	1,37	0,94	0,94	0,72	0,67	0,86	0,92	0,23	4,1	21	0
CEMIG	S	0,59	0,71	0,84	0,89	0,84	1,45	0,89	0,27	3,3	22	-1
REDE ENERGIA REDE	N	0,12	0,30	0,49	0,06	0,65	3,68	0,88	1,27	0,7	23	.
ELETROPAULO ELPL	S	0,59	0,47	0,90	0,93	1,11	1,26	0,88	0,28	3,2	24	-1
CPFL CPFP	N	0,90	0,81	1,03	0,65	0,93	0,89	0,87	0,12	7,4	25	.
RIO GDE ENER RGEG	N	0,71	0,58	1,07	0,90	1,06	0,84	0,86	0,18	4,9	26	.
CEMAT CMGR	N	0,76	0,75	0,66	0,59	1,16	1,05	0,83	0,21	4,0	27	.
IENERGIA IENG	N	0,52	0,18	1,55	2,15	0,10	0,14	0,77	0,79	1,0	28	.
GER PARANAP GEPA	N	0,47	0,73	1,16	0,56	0,73	0,97	0,77	0,23	3,3	29	.
AES elpa ON AELP	N	0,02	0,45	0,06	1,37	1,40	1,13	0,74	0,58	1,3	30	.
CELG CGOS	N	0,69	0,97	0,71	0,58	0,57	0,54	0,68	0,14	4,7	31	.
CESP CESP	S	0,32	0,18	0,31	0,22	0,44	0,66	0,36	0,16	2,2	32	-1

Tabla 16 – (Lucro por Acción) LPA

EMPRESA	GOV	2002	2003	2004	2005	2006	2007	Promedio	Desvío	Coef	Rank	H	
PAUL F LUZ PALF	N	-0,01	0,00	0,01	0,02	0,02	818,89	136,49	305,18	0,4	1	.	
ESCELSA ESCE	N	-111,90	38,88	34,35	26,41	23,76	20,18	5,28	52,78	0,1	2	.	
CELESC CLSC	S	-0,38	0,22	0,26	0,27	5,54	8,97	2,48	3,53	0,7	3	1	
CEB CEBR	N	-0,04	0,00	0,00	0,01	-0,03	13,10	2,17	4,89	0,4	4	.	
CPFL CPFE	S	-0,21	-0,07	0,62	1,97	2,93	3,42	1,44	1,42	1,0	5	1	
TRAN PAULISTA TRPL	S	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	5,73	0,96	2,13	0,4	6	1	
LIGHT LIGH	S	-0,03	-0,01	0,00	0,00	0,00	5,29	0,87	1,98	0,4	7	1	
TRACTEBEL TBLE	S	0,00	0,00	0,00	1,41	1,50	1,60	0,75	0,75	1,0	8	1	
CELPE CEPE	N	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	4,18	0,70	1,56	0,4	9	.	
COPEL CPLE	N	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	4,04	0,68	1,51	0,4	10	.	
CEMIG	S	-0,01	0,01	0,01	0,01	0,01	3,57	0,60	1,33	0,5	11	1	
COELBA CEEB	N	0,01	0,01	0,02	0,03	0,03	3,44	0,59	1,28	0,5	12	.	
COELCE COCE	N	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	3,14	0,52	1,17	0,4	13	.	
CEMAT CMGR	N	-1,06	-0,48	0,20	1,77	0,79	1,24	0,41	0,97	0,4	14	.	
CELPA CELP	N	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	1,79	0,30	0,67	0,4	15	.	
ELETROPAR LIPR	N	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	1,55	0,26	0,58	0,4	16	.	
ELETROBRAS ELET	S	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	1,37	0,23	0,51	0,5	17	0	
GER PARANAP GEPA	N	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,77	0,13	0,29	0,4	18	.	
CESP	S	-0,04	0,01	0,00	0,00	0,00	0,55	0,09	0,21	0,4	19	0	
RIO GDE ENER RGEG	N	-0,11	-0,03	0,04	0,14	0,15	0,20	0,07	0,11	0,6	20	.	
AES TIETE GETI	N	0,00	0,00	0,00	0,01	0,01	0,01	0,00	0,00	1,6	21	.	
CPFL CPFP	N	0,00	0,00	0,00	0,00	0,01	0,01	0,00	0,00	1,2	22	.	
ENERSUL ENER	N	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,3	23	.	
ELETROPAULO ELPL	S	-0,02	0,00	0,00	0,00	0,01	0,02	0,00	0,01	0,0	24	-1	
CPFL CPFG	N	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,7	25	.	
ELEKTRO EKTR	N	-0,01	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,1	26	.	
AMPLA ENERG CBEE	N	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	-	0,1	27	.
AES elpa ON AELP	N	-0,09	-0,01	0,00	0,00	0,00	0,00	-0,02	0,03	-	0,5	28	.
IENERGIA IENG	N	-0,38	-0,17	0,04	0,00	-0,13	-0,01	-0,11	0,14	-	0,8	29	.
EMAE EMAE	N	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	-2,20	-0,37	0,82	-	0,4	30	.
CELG CGOS	N	-0,01	0,01	0,00	3,55	-8,06	-5,40	-1,65	3,88	-	0,4	31	.
REDE ENERGIA REDE	N	-5,38	-3,33	-3,51	-0,40	0,31	0,17	-2,02	2,16	-	0,9	32	.

Tabla 17 – Precio Valor Contable (PBV)

EMPRESA	GOV	2002	2003	2004	2005	2006	2007	Promedio	Desvío	Coef	Rank	H	
PAUL F LUZ PALF	N	17.415,71	17.639,88	68.916,13	156.136,65	220.028,80		96.027,43	80.061,09	1,2	1	.	
ELEKTRO EKTR	N	-520,32	8.884,45	3.090,52	2.688,50	7.326,99	8.259,17	4.954,88	3.429,70	1,4	2	.	
CELG CGOS	N	-1.167,93	7.912,46	4.033,96	0,49	0,71	1,89	1.796,93	3.185,13	0,6	3	.	
AES TIETE GETI	N	417,40	447,05	943,78	1.432,12	2.026,41	2.681,54	1.324,72	824,98	1,6	4	.	
COELCE COCE	N	319,08	512,76	491,58	1.547,66	3.372,19	2,00	1.040,88	1.145,48	0,9	5	.	
ELETROPAR LIPR	N	159,51	880,26	868,94	1.873,66	2.179,54	3,47	994,23	804,72	1,2	6	.	
LIGHT LIGH	S	461,79	1.528,24	1.475,26	705,26	1.193,86	1,37	894,30	555,16	1,6	7	1	
COPEL CPLE	N		619,72	603,55	930,85	929,44	1,01	616,91	339,34	1,8	8	.	
TRACTEBEL TBLE	S	446,05	1.216,31	1.509,52	2,66	3,36	4,19	530,35	615,01	0,9	9	1	
GER PARANAP GEPA	N	196,00	225,67	349,62	662,50	1.176,17	1,37	435,22	386,73	1,1	10	.	
CESP CESP	S	89,68	140,70	1.286,71	151,89	605,09	1,08	379,19	449,07	0,8	11	1	
TRAN PAULISTA TRPL	S	112,15	262,66	271,18	728,59	745,38	0,97	353,49	286,30	1,2	12	0	
ELETROPAULO ELPL	S	516,41	226,45	150,56	225,72	226,10	749,73	349,16	213,43	1,6	13	0	
CELPE CEPE	N	144,15	193,61	279,96	507,74	793,21	1,23	319,98	261,18	1,2	14	.	
CELPA CELP	N	63,14	123,36	266,67	345,75	505,96	0,83	217,62	174,03	1,3	15	.	
EMAE EMAE	N	237,58	266,81	252,35	214,37	280,37	0,66	208,69	95,37	2,2	16	.	
CEMIG	S	83,37	119,15	179,98	275,26	339,02	1,09	166,31	114,23	1,5	17	0	
CEB CEBR	N	107,79	115,73	90,92	69,33	347,15	1,26	122,03	107,43	1,1	18	.	
ELETROBRAS ELET	S	59,15	122,24	95,13	91,88	120,91	0,22	81,59	42,06	1,9	19	0	
COELBA CEEB	N	13,91	15,24	44,60	123,18	197,44	3,37	66,29	70,96	0,9	20	.	
CELESC CLSC	S	11,63	11,90	13,07	14,46	0,98	1,28	8,89	5,56	1,6	21	-1	
CPFL CPFP	N	1,04	1,84	1,44	9,66	10,12		4,82	4,15	1,2	22	.	
AMPLA ENERG CBEE	N	1,45	3,28	1,66	1,52	2,14	2,61	2,11	0,66	3,2	23	.	
CPFL CPFE	S			1,25	1,87	2,14	2,60	1,96	0,49	4,0	24	-1	
CPFL CPFG	N	0,68	1,12	1,65	2,35			1,45	0,62	2,3	25	.	
RIO GDE ENER RGEG	N	0,88	0,57	0,45	0,90	1,55	1,52	0,98	0,43	2,3	26	.	
REDE ENERGIA REDE	N	0,05	0,05	0,11	0,09	1,37	3,11	0,80	1,14	0,7	27	.	
IENERGIA IENG	N	0,24	0,33	0,63	0,24	0,90	1,59	0,65	0,48	1,4	28	.	
CEMAT CMGR	N	0,07	0,19	0,67	0,42	0,77	0,99	0,52	0,32	1,6	29	.	
AES elpa ON AELP	N	1,13	-426,48	-309,15	78,69	113,58	135,06	-67,86	218,77	-	0,3	30	.

Tabla 18 – Precio/Venta (PS)

EMPRESA	GOV	2002	2003	2004	2005	2006	2007	Promedio	desvío	Coef	Rank	H
CEMIG	S	72,90	104,26	141,89	773.144,41	1.750.372,85	223,76	420.676,68	658.248,22	0,6	1	1
PAUL F LUZ PALF	N	14.157,76	12.194,74	23.723,86	48.814,75	50.867,61		29.951,74	16.714,27	1,8	2	.
EMAE EMAE	N	583,31	1.039,42	902,02	934,80	1.620,37	4.099,13	1.529,84	1.189,83	1,3	3	.
GER PARANAP GEPA	N	812,16	768,08	1.160,61	2.093,86	3.774,13	4,00	1.435,47	1.215,28	1,2	4	.
TRAN PAULISTA TRPL	S	488,76	987,40	862,76	2.111,47	1.992,25	2,45	1.074,18	759,65	1,4	5	1
ELEKTRO EKTR	N	76,20	360,29	379,80	823,32	2.142,00	2.497,73	1.046,56	932,10	1,1	6	.
ELETRORBRAS ELET	S	1.414,79	1.201,52	1.014,66	1.145,56	1.494,45	2,35	1.045,55	493,52	2,1	7	1
CESP CESP	S	286,72	521,71	431,30	510,26	2.560,11	4,23	719,06	841,89	0,9	8	1
ENERSUL ENER	N	1.097,86	745,42	537,74	476,84			714,46	242,72	2,9	9	.
TRACTEBEL TBLE	S	867,21	1.677,88	1.630,32	2,61	3,52	4,06	697,60	742,23	0,9	10	1
CPFL CPFG	N	4,67	232,61	1.649,71	592,80			619,95	630,43	1,0	11	.
AES TIETE GETI	N	304,30	243,31	411,86	506,81	633,85	882,10	497,04	214,42	2,3	12	.
COELCE COCE	N	302,68	406,95	304,62	510,56	1.126,20	0,70	441,95	343,29	1,3	13	.
ESCELSA ESCE	N	153,87	234,84	252,76	573,81			303,82	160,27	1,9	14	.
CELPE CEPE	N	121,64	128,62	154,39	228,03	295,36	0,47	154,75	91,94	1,7	15	.
CELPA CELP	N	55,43	89,54	139,43	255,14	382,54	0,52	153,77	129,16	1,2	16	.
LIGHT LIGH	S	94,45	145,24	106,47	169,22			128,84	29,93	4,3	17	0
ELETROPAULO ELPL	S	188,14	77,20	44,76	53,20	59,43	349,25	128,66	109,83	1,2	18	-1
CEB CEBR	N	42,58	35,90	22,42	17,20	553,27	9,54	113,48	196,99	0,6	19	.
CELG CGOS	N	251,23	155,87	203,93	0,25	0,26	0,29	101,97	105,36	1,0	20	.
CELESC CLSC	S	3,05	3,11	3,07	3,45	0,34	420,19	72,20	155,63	0,5	21	-1
COELBA CEEB	N	12,02	10,71	25,83	36,96	64,00	1,14	25,11	20,84	1,2	22	.
IENERGIA IENG	N	3,60	3,03	5,32	3,09	9,81	16,41	6,88	4,86	1,4	23	.
AMPLA ENERG CBEE	N	0,35	0,51	0,83	0,63	0,95	1,22	0,75	0,29	2,6	24	.
RIO GDE ENER RGEG	N	0,51	0,35	0,26	0,46	0,74	0,82	0,52	0,20	2,6	25	.
CPFL CPFP	N	0,12	0,19	0,31	0,84	0,81		0,45	0,31	1,5	26	.
CEMAT CMGR	N	0,04	0,07	0,19	0,22	0,47	0,60	0,26	0,20	1,3	27	.
REDE ENERGIA REDE	N	0,17	0,09	0,11	0,30			0,17	0,08	2,0	28	.

Tabla 19 – Retorno sobre la Inversión (ROI)

EMPRESA	GOV	2002	2003	2004	2005	2006	2007	Promedio	Desvío	Coef	Rank	H	
AES TIETE GETI	N	-0,001	0,087	0,125	0,218	0,257	0,243	0,155	0,093	1,7	1	.	
TRACTEBEL TBLE	S	-0,033	0,103	0,151	0,184	0,202	0,193	0,133	0,081	1,6	2	1	
COELBA CEEB	N	0,029	0,040	0,084	0,144	0,133	0,144	0,096	0,048	2,0	3	.	
CPFL CPFP	N	-0,038	0,069	0,053	0,120	0,169	0,192	0,094	0,077	1,2	4	.	
CPFL CPFE	S	-0,181	-0,070	0,064	0,178	0,248	0,255	0,082	0,163	0,5	5	1	
CEMIG	S	-0,074	0,081	0,083	0,020	0,182	0,175	0,078	0,088	0,9	6	1	
TRAN PAULISTA TRPL	S	0,040	0,051	0,075	0,094	0,023	0,165	0,075	0,047	1,6	7	1	
PAUL F LUZ PALF	N	-0,044	-0,005	0,047	0,108	0,138	0,173	0,069	0,077	0,9	8	.	
ELEKTRO EKTR	N	-0,289	0,103	0,075	0,194	0,153	0,175	0,069	0,165	0,4	9	.	
CELESC CLSC	S	-0,111	0,056	0,064	0,062	0,136	0,195	0,067	0,094	0,7	10	1	
COELCE COCE	N	0,033	0,037	0,015	0,079	0,119	0,095	0,063	0,037	1,7	11	.	
COPEL CPLE	N	-0,050	0,026	0,055	0,070	0,140	0,122	0,061	0,063	1,0	12	.	
CELPE CEPE	N	0,005	0,037	0,027	0,043	0,065	0,094	0,045	0,028	1,6	13	.	
ESCELSA ESCE	N	-0,185	0,067	0,056	0,086	0,069	0,057	0,025	0,095	0,3	14	.	
ELETROPAR LIPR	N	0,027	0,017	0,009	-0,009	0,015	0,084	0,024	0,029	0,8	15	.	
RIO GDE ENER RGEN	N	-0,045	-0,010	0,014	0,049	0,049	0,061	0,020	0,038	0,5	16	.	
LIGHT LIGH	S	-0,109	-0,047	-0,009	0,023	-0,130	0,375	0,017	0,169	0,1	17	0	
GER PARANAP GEPA	N	-0,016	0,023	0,013	0,033	0,026	0,022	0,017	0,016	1,1	18	.	
CPFL CPFG	N	-0,018	0,001	0,016	0,022	0,029	0,043	0,016	0,020	0,8	19	.	
ENERSUL ENER	N	-0,080	0,011	0,070	0,097	0,029	-0,034	0,015	0,060	0,3	20	.	
CEMAT CMGR	N	-0,062	-0,026	0,009	0,075	0,032	0,053	0,013	0,046	0,3	21	.	
ELETRORAS ELET	S	0,012	0,004	0,014	0,011	0,012	0,016	0,012	0,004	2,9	22	-1	
CELPA CELP	N	-0,020	0,026	-0,049	0,030	0,023	0,033	0,007	0,031	0,2	23	.	
ELETROPAULO ELPL	S	-0,067	0,007	0,000	-0,015	0,030	0,059	0,002	0,039	0,1	24	-1	
AMPLA ENERG CBEE	N	-0,094	-0,018	0,007	0,030	0,043	0,032	0,000	0,047	0,0	25	.	
CELG CGOS	N	-0,212	0,115	0,026	0,022	-0,051	-0,035	-0,022	0,100	-	0,2	26	.
CESP CESP	S	-0,165	0,032	0,002	-0,010	-0,006	0,009	-0,023	0,065	-	0,4	27	-1
EMAE EMAE	N	0,033	-0,023	0,008	-0,050	-0,081	-0,089	-0,034	0,045	-	0,8	28	.
CEB CEBR	N	-0,152	-0,018	-0,016	0,021	-0,505	0,361	-0,051	0,256	-	0,2	29	.
REDE ENERGIA REDE	N	-0,164	-0,100	-0,106	-0,013	0,033	0,018	-0,055	0,072	-	0,8	30	.
IENERGIA IENG	N	-0,325	-0,158	0,029	0,000	-0,081	-0,005	-0,090	0,122	-	0,7	31	.
AES elpa ON AELP	N	-0,694	-0,106	-0,032	-0,076	0,039	0,089	-0,130	0,261	-	0,5	32	.

Tabla 20 – Valor de Mercado (VM)

EMPRESA	GOV	2002	2003	2004	2005	2006	2007	Promedio	Desvío	Coef	Rank	H
ELETRORBRAS ELET	S	12.671.297.508	25.788.402.722	20.753.913.538	21.640.780.202	28.495.223.250	26.809.961.920	22.693.263.190	5.251.958.862	4,3	1	1
CPFL CPFE	S			8.111.256.840	13.433.168.000	14.392.710.000	16.158.603.370	13.023.934.553	3.000.065.380	4,3	2	1
CEMIG	S	4.078.061.289	7.440.786.721	9.950.885.619	14.334.933.125	16.039.916.931	1.607.737.380	8.908.720.178	5.166.854.405	1,7	3	1
TRACTEBEL TBLE	S	2.103.452.913	4.481.549.099	5.783.644.439	9.823.769.990	11.749.359.456	13.903.408.689	7.974.197.431	4.169.153.973	1,9	4	1
PAUL F LUZ PALF	N	2.234.120.345	2.112.846.011	3.814.348.258	8.901.018.595	9.241.394.396		5.260.745.521	3.170.455.798	1,7	5	.
COPEL CPLE	N	2.446.084.650	3.010.735.240	2.913.346.419	4.481.773.532	6.332.797.141	7.727.219.570	4.485.326.092	1.946.239.072	2,3	6	.
CESP CESP	S	635.511.856	1.186.358.125	1.079.902.950	1.239.021.996	7.544.842.372	13.251.308.817	4.156.157.686	4.715.093.465	0,9	7	1
AES TIETE GETI	N	1.344.509.099	1.460.785.666	3.278.502.187	4.807.021.913	5.923.213.547	6.955.405.592	3.961.573.001	2.125.064.610	1,9	8	.
ELETROPAULO ELPL	S	1.087.735.294	3.045.658.762	3.095.861.928	4.183.597.200	4.556.264.834	6.075.287.186	3.674.067.534	1.539.593.135	2,4	9	1
TRAN PAULISTA TRPL	S	827.479.653	1.914.329.010	2.023.164.854	4.278.941.704	4.526.010.058	5.568.382.440	3.189.717.953	1.693.013.220	1,9	10	1
LIGHT LIGH	S	1.774.894.196	3.027.626.890	2.373.598.853	2.050.633.055	3.081.201.138	5.829.207.472	3.022.860.267	1.341.839.314	2,3	11	1
COELBA CEEB	N	829.862.097	776.455.747	1.734.054.188	2.634.482.760	3.970.541.874	6.854.984.136	2.800.063.467	2.119.468.319	1,3	12	.
ELEKTRO EKTR	N	273.094.715	1.219.425.126		2.466.135.205	4.107.696.429	5.334.624.240	2.680.195.143	1.847.027.716	1,5	13	.
AMPLA ENERG CBEE	N	694.935.311	1.274.048.103	2.371.704.446	2.157.383.755	3.451.814.008	4.510.893.306	2.410.129.822	1.277.774.375	1,9	14	.
GER PARANAP GEPA	N	735.023.616	800.950.888	1.159.261.433	1.624.703.479	3.067.375.932	3.597.273.500	1.830.764.808	1.110.878.298	1,6	15	.
RIO GDE ENER RGEN	N	2.103.452.913	728.482.140	658.733.850	1.169.749.800	1.936.137.600	2.009.189.459	1.434.290.960	605.498.830	2,4	16	.
CPFL CPFG	N	502.772.112	881.295.087	1.746.645.586	2.545.992.801			1.419.176.396	791.527.700	1,8	17	.
AES elpa ON AELP	N	52.742.309	342.263.924	273.670.867	1.207.275.373	1.806.160.007	2.709.240.011	1.065.225.415	952.741.676	1,1	18	.
COELCE COCE	N	468.093.170	617.913.159	581.923.430	1.058.887.615	1.970.351.326	1.673.882.500	1.061.841.867	574.445.214	1,8	19	.
CELPE CEPE	N	427.978.752	509.574.415	655.800.715	1.043.518.813	1.528.605.370	2.163.918.660	1.054.899.454	619.696.052	1,7	20	.
CELESC CLSC	S	416.573.297	621.754.490	796.269.282	1.014.490.830	1.334.885.640	1.639.267.500	970.540.173	416.488.618	2,3	21	-1
REDE ENERGIA REDE	N	813.730.013	116.357.580	131.330.430	353.739.000	1.153.481.870	2.879.333.090	907.995.331	956.767.207	0,9	22	.
ENERSUL ENER	N	615.943.022	557.938.626	498.987.756	557.938.626			557.702.008	41.350.608	13,5	23	.
CELPA CELP	N	127.701.880	134.086.968	380.960.474	659.725.245	990.744.685	1.051.607.890	557.471.190	373.600.674	1,5	24	.
ESCELSA ESCE	N	182.033.320	318.570.000	377.733.000	1.010.672.000			472.252.080	318.855.366	1,5	25	.
CEMAT CMGR	N	36.937.249	94.981.500	179.068.140	442.874.200	819.903.700	1.134.045.500	451.301.715	403.082.011	1,1	26	.
EMAE EMAE	N	221.313.020	242.003.387	231.288.733	184.735.410	218.726.725	455.925.980	258.998.876	89.809.164	2,9	27	.
ELETROPAR LIPR	N	12.572.925	87.802.657	88.114.383	187.035.246	228.598.634	419.790.219	170.652.344	131.884.761	1,3	28	.
CEB CEBR	N	89.104.129	75.756.543	52.862.068	59.696.269	206.899.516	431.961.256	152.713.297	135.096.554	1,1	29	.
IENERGIA IENG	N	48.189.260	52.689.260	111.646.880	55.073.440	239.446.300	296.967.490	134.002.105	98.641.868	1,4	30	.

Tabla 21 – Valor Patrimonial de la Acción (VPA)

EMPRESA	GOV	2002	2003	2004	2005	2006	2007	Promedio	Desvío	Coef	Rank	H	
ESCELSA ESCE	N	49,00	78,65	104,84	103,56	131,59	132,60	100,04	29,31	3,4	1	.	
PAUL F LUZ PALF	N	0,09	0,09	0,05	0,06	0,04	497,39	82,95	185,34	0,4	2	.	
CELG CGOS	N	-0,01	0,00	0,00	37,03	28,97	13,83	13,30	14,94	0,9	3	.	
CELESC CLSC	S	0,83	1,01	1,19	1,35	31,27	37,68	12,22	15,84	0,8	4	1	
ELETRORBRAS ELET	S	0,12	0,13	0,13	0,13	0,14	70,80	11,91	26,34	0,5	5	1	
CPFL CPFE	S	0,63	0,82	9,07	10,00	10,14	10,32	6,83	4,33	1,6	6	1	
CEMAT CMGR	N	4,73	4,28	4,12	8,74	9,52	9,36	6,79	2,43	2,8	7	.	
REDE ENERGIA REDE	N	10,47	7,14	3,38	11,72	2,66	2,82	6,37	3,68	1,7	8	.	
CESP CESP	S	0,07	0,08	0,01	0,07	0,03	31,53	5,30	11,73	0,5	9	1	
CEB CEBR	N	0,07	0,06	0,06	0,07	0,03	30,16	5,08	11,22	0,5	10	.	
TRAN PAULISTA TRPL	S	0,02	0,02	0,02	0,03	0,03	26,45	4,43	9,85	0,4	11	1	
COPEL CPLE	N	0,02	0,02	0,02	0,02	0,02	26,44	4,42	9,85	0,4	12	.	
GER PARANAP GEPA	N	0,02	0,02	0,02	0,02	0,02	22,60	3,79	8,42	0,4	13	.	
EMAE EMAE	N	0,02	0,02	0,02	0,02	0,02	18,20	3,05	6,78	0,5	14	.	
CELPA CELP	N	0,01	0,01	0,01	0,02	0,02	17,41	2,91	6,48	0,4	15	.	
CEMIG	S	0,04	0,04	0,04	0,04	0,05	17,25	2,91	6,41	0,5	16	0	
CELPE CEPE	N	0,02	0,02	0,02	0,01	0,02	16,16	2,71	6,02	0,4	17	.	
LIGHT LIGH	S	0,03	0,01	0,01	0,01	0,01	13,11	2,20	4,88	0,5	18	0	
TRACTEBEL TBLE	S	0,00	0,00	0,00	4,11	4,24	4,32	2,11	2,11	1,0	19	0	
ELETRORPAR LIPR	N	0,01	0,01	0,01	0,01	0,01	11,36	1,90	4,23	0,4	20	.	
COELCE COCE	N	0,01	0,01	0,01	0,00	0,01	10,92	1,83	4,07	0,4	21	.	
COELBA CEEB	N	0,09	0,09	0,09	0,06	0,07	7,97	1,40	2,94	0,5	22	.	
RIO GDE ENER RGEN	N	0,90	1,24	1,43	1,42	1,41	1,63	1,34	0,23	5,9	23	.	
IENERGIA IENG	N	0,68	0,51	0,53	0,89	0,76	0,75	0,69	0,14	5,1	24	.	
ELETRORPAULO ELPL	S	0,05	0,05	0,05	0,05	0,05	0,08	0,06	0,01	5,1	25	-1	
ENERSUL ENER	N	0,01	0,01	0,01	0,01	0,01	0,01	0,01	0,00	5,2	26	.	
CPFL CPFP	N	0,00	0,00	0,01	0,00	0,00	0,00	0,01	0,00	2,4	27	.	
CPFL CPFG	N	0,01	0,01	0,01	0,01	0,01	0,01	0,01	0,00	26,4	28	.	
AES TIETE GETI	N	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,01	0,00	0,00	24,6	29	.	
ELEKTRO EKTR	N	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,9	30	.	
AMPLA ENER CBEE	N	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	2,6	31	.	
AES elpa ON AELP	N	-0,03	-0,04	-0,04	0,01	0,01	0,01	-0,01	0,02	-	0,5	32	.

A través de la utilización de planillas electrónicas en Excel fue posible realizar la comparación entre las empresas mediante trece (13) índices económico-financieros seleccionados encontrándose en esta tesis, que las empresas con gobierno están siempre más presentes en el Top de la lista que en los otros subgrupos (ver tabla 23), para la mayoría de los indicadores (11 sobre 13). En los dos indicadores restantes no se presentaron resultados concluyentes. Una síntesis de lo hallado para cada indicador, se presenta a continuación:

(1) EBIT – Este indicador fue analizado en treinta y una (31) empresas (ver tabla 9). De las nueve (9) empresas con adopción de prácticas diferenciadas de gobierno corporativo, en cinco (5) están entre las de mejor desempeño, dos (2) empresas entre las medianas y dos (2) empresas entre las de peor desempeño (ver tabla 22). Esto señala una posible comprobación de la influencia positiva en el EBIT para aproximadamente 67% de las empresas analizadas y que adoptan prácticas diferenciadas de gobierno corporativo (ver tabla 23). En contrapartida, en las veintidós (22) empresas SIN adopción de prácticas diferenciadas se constató que cinco (5) están entre las del primer tercio, lo que indica un buen desempeño para 22,72% de las empresas no adoptantes de prácticas adicionales (ver tabla 9), por lo tanto, porcentualmente un desempeño medido través el EBIT muy inferior al presentado por las empresas adoptantes de prácticas adicionales de gobierno corporativo.

(2) EBITDA - la investigación analizó el indicador en treinta y dos (32) empresas (ver tabla 10). De las nueve (9) empresas con adopción de prácticas diferenciadas de gobierno corporativo, seis (6) están entre las de mejor desempeño, una (1) empresa entre las medianas y dos (2) empresas entre las de peor desempeño (ver tabla 22), lo que indica una influencia positiva en el EBITDA para aproximadamente 67% de las empresas analizadas que adoptan prácticas diferenciadas de gobierno corporativo (ver tabla 23). En las veintitrés (23) empresas SIN adopción de prácticas diferenciadas se constató que cinco (5) están entre las del primer tercio, mostrando un buen desempeño para 21,73% de las empresas no adoptantes de prácticas adicionales (ver tabla 10), por lo tanto, porcentualmente un desempeño medido través el EBITDA muy

inferior al presentado por las empresas adoptantes de prácticas adicionales de gobierno corporativo.

(3) EEE_x (Ev EBIT Empresa X) - la investigación analizó el indicador en treinta y una (31) empresas (ver tabla 11). De las nueve (9) empresas con adopción de prácticas diferenciadas de gobierno corporativo, siete (7) están entre las empresas de mejor desempeño, una (1) empresas entre las medianas y una (1) entre las empresas de peor desempeño (Ver tabla 22), lo que señala una influencia positiva en el EEE_x para aproximadamente 67% de las empresas analizadas que adoptan prácticas diferenciadas de gobierno corporativo (ver tabla 23). En las veintitrés (23) empresas SIN adopción de prácticas diferenciadas se constató que 4 (cuatro) están entre las del primer tercio, lo que indica un buen desempeño para 22,72% de las empresas no adoptantes de prácticas adicionales (ver tabla 10), por lo tanto, porcentualmente un desempeño medido través el EEE_x muy inferior al presentado por las empresas adoptantes de prácticas adicionales de gobierno corporativo.

(4) ENDTOTAL (Endeudamiento Total) – la investigación analizó el indicador en treinta y dos (32) empresas (ver tabla 12). De las nueve (9) empresas con adopción de prácticas diferenciadas de gobierno corporativo, cinco (5) están entre las empresas de mejor desempeño, una (1) empresa entre las medianas y tres (3) entre las empresas de peor desempeño (Ver tabla 22), lo que señala una influencia positiva en el ENDTOTAL para aproximadamente 56% de las empresas analizadas que adoptan prácticas diferenciadas de gobierno corporativo (ver tabla 23). En las veintitrés (23) empresas SIN adopción de prácticas diferenciadas se constató que seis (6) están entre las del primer tercio, lo que indica un buen desempeño para 26,08% de las empresas no adoptantes de prácticas adicionales (ver tabla 12), por lo tanto, porcentualmente un desempeño medido través el ENDTOTAL muy inferior al presentado por las empresas adoptantes de prácticas adicionales de gobierno corporativo.

(5) ENTERPRISE (Enterprise Value) - la investigación analizó el indicador en veintinueve (29) empresas (ver tabla 13). De las ocho (8) empresas con adopción de prácticas diferenciadas de gobierno corporativo, siete (7) están entre las empresas de mejor desempeño, y una (1) entre las empresas de peor desempeño (Ver tabla 22), lo que señala una influencia positiva en el ENTERPRISE para aproximadamente 87,5% de las empresas analizadas que adoptan prácticas diferenciadas de gobierno corporativo (ver tabla 23). En las veintiuna (21) empresas SIN adopción de prácticas diferenciadas se constató que dos (2) están entre las del primer tercio, lo que indica un buen desempeño para 9,52% de las empresas no adoptantes de prácticas adicionales (ver tabla 13), por lo tanto, porcentualmente un desempeño medido través el ENTERPRISE muy inferior al presentado por las empresas adoptantes de prácticas adicionales de gobierno corporativo.

(6) IPL (índice Precio/Lucro) - la investigación analizó el indicador en treinta y dos (32) empresas (ver tabla 14). De las nueve (9) empresas con adopción de prácticas diferenciadas de gobierno corporativo, tres (3) están entre las empresas de mejor desempeño, tres entre las empresas de mediano desempeño y tres (3) entre las empresas de peor desempeño (Ver tabla 22), o sea 33,33% de las empresas en cada uno de los tercios de la tabla (ver tabla 23). En las veintitrés (23) empresas SIN adopción de prácticas diferenciadas se constató que ocho (8) están entre las del primer tercio, lo que indica un buen desempeño para 34,78% de las empresas no adoptantes de prácticas adicionales (ver tabla 14), aunque porcentualmente superior que el IPL de las empresas con adopción de prácticas adicionales, no ocurre en la mayoría de ellas, o que no permite afirmar que la no adopción de prácticas adicionales sería favorable a un mejor desempeño económico-financiero de las empresas.

(7) Liq_Corr (Liquidez Corriente) - la investigación analizó el indicador en treinta y dos (32) empresas (ver tabla 15). De las nueve (9) empresas con adopción de prácticas diferenciadas de gobierno corporativo, cuatro (4) están entre las empresas de mejor desempeño, dos (2) empresas entre las medianas, y tres (3) entre las empresas de peor desempeño (Ver tabla 22), lo que señala una influencia positiva en el Liq Corr para aproximadamente 44% de las empresas

analizadas que adoptan prácticas diferenciadas de gobierno corporativo (ver tabla 23). En las veintitrés (23) empresas sin adopción de prácticas diferenciadas se constató que seis (6) están entre las del primer tercio, lo que indica un buen desempeño para 26,08% de las empresas no adoptantes de prácticas adicionales (ver tabla 15), por lo tanto, porcentualmente un desempeño medido través el Liq Corr muy inferior al presentado por las empresas adoptantes de prácticas adicionales de gobierno corporativo.

(8) LPA (Lucro por Acción) – la investigación analizó el indicador en treinta y dos (32) empresas (ver tabla 16). De las nueve (9) empresas con adopción de prácticas diferenciadas de gobierno corporativo, seis (6) están entre las empresas de mejor desempeño, dos (2) empresas entre las medianas, y una (1) entre las empresas de peor desempeño (Ver tabla 22), lo que señala una influencia positiva en el LPA para aproximadamente 67% de las empresas analizadas que adoptan prácticas diferenciadas de gobierno corporativo (ver tabla 23). En las veintitrés (23) empresas sin adopción de prácticas diferenciadas se constató que cinco (5) están entre las del primer tercio, lo que indica un buen desempeño para 21,74% de las empresas no adoptantes de prácticas adicionales (ver tabla 16), por lo tanto, porcentualmente un desempeño medido través el LPA muy inferior al presentado por las empresas adoptantes de prácticas adicionales de gobierno corporativo.

(9) PBV (Precio Valor Contable) – la investigación analizó el indicador en treinta (30) empresas (ver tabla 17). De las nueve (9) empresas con adopción de prácticas diferenciadas de gobierno corporativo, tres (3) están entre las empresas de mejor desempeño, cuatro (4) entre las empresas de mediano desempeño y dos (2) entre las empresas de peor desempeño (Ver tabla 22), o que apunta para un posible comprobación de la influencia positiva en el PBV para 33,33% de las empresas, 44,44% entre las medianas, y 22,22% entre las de peor desempeño (Ver tabla 23). En las veintiuna (21) empresas SIN adopción de prácticas diferenciadas se constató que ocho (8) están entre las del primer tercio, lo que indica un buen desempeño para 38,09% de las empresas no adoptantes de prácticas adicionales (ver tabla 17), aunque porcentualmente superior que el PBV de las empresas con adopción de

prácticas adicionales, no ocurre en la mayoría de ellas, o que no permite afirmar que la no adopción de prácticas adicionales sería favorable a un mejor desempeño económico-financiero de las empresas.

(10) PS (Precio/Venta) – la investigación analizó el indicador en veintiocho (28) empresas (ver tabla 18). De las ocho (8) empresas con adopción de prácticas diferenciadas de gobierno corporativo, cinco (5) están entre las empresas de mejor desempeño, una (1) empresa entre las medianas, y dos (2) entre las empresas de peor desempeño (Ver tabla 22), lo que señala una influencia positiva en el PS para aproximadamente 63% de las empresas analizadas que adoptan prácticas diferenciadas de gobierno corporativo (ver tabla 23). En las veinte (20) empresas sin adopción de prácticas diferenciadas se constató que cinco (5) están entre las del primer tercio, lo que indica un buen desempeño para 25% de las empresas no adoptantes de prácticas adicionales (ver tabla 18), por lo tanto, porcentualmente un desempeño medido través el PS muy inferior al presentado por las empresas adoptantes de prácticas adicionales de gobierno corporativo.

(11) ROI (Retorno sobre la Inversión) – la investigación analizó el indicador en treinta y dos (32) empresas (ver tabla 19). De las nueve (9) empresas con adopción de prácticas diferenciadas de gobierno corporativo, cinco (5) están entre las empresas de mejor desempeño, una (1) empresa entre las medianas, y tres (3) entre las empresas de peor desempeño (Ver tabla 22), lo que señala una influencia positiva en el ROI para aproximadamente 56% de las empresas analizadas que adoptan prácticas diferenciadas de gobierno corporativo (ver tabla 23). En las veintitrés (23) empresas sin adopción de prácticas diferenciadas se constató que seis (6) están entre las del primer tercio, lo que indica un buen desempeño para 26,08% de las empresas no adoptantes de prácticas adicionales (ver tabla 19), por lo tanto, porcentualmente un desempeño medido través el ROI muy inferior al presentado por las empresas adoptantes de prácticas adicionales de gobierno corporativo.

(12) VM (Valor de Mercado) – la investigación analizó el indicador en treinta (30) empresas (ver tabla 20). De las nueve (9) empresas con adopción de

prácticas diferenciadas de gobierno corporativo, ocho (8) están entre las empresas de mejor desempeño, ninguna entre las medianas, y una (1) entre las empresas de peor desempeño (Ver tabla 22), lo que señala una influencia positiva en el VM para aproximadamente 89% de las empresas analizadas que adoptan prácticas diferenciadas de gobierno corporativo (ver tabla 23). En las veintiuna (21) empresas sin adopción de prácticas diferenciadas se constató que tres (3) están entre las del primer tercio, lo que indica un buen desempeño para 14,28% de las empresas no adoptantes de prácticas adicionales (ver tabla 20), por lo tanto, porcentualmente un desempeño medido través el VM muy inferior al presentado por las empresas adoptantes de prácticas adicionales de gobierno corporativo.

(13) VPA (Valor Patrimonial de la Acción) – la investigación analizó el indicador en treinta y dos (32) empresas (ver tabla 21). De las nueve (9) empresas con adopción de prácticas diferenciadas de gobierno corporativo, cinco (5) están entre las empresas de mejor desempeño, tres (3) empresas entre las medianas, y una (1) entre las empresas de peor desempeño (Ver tabla 22), lo que señala una influencia positiva en el VPA para aproximadamente 56% de las empresas analizadas que adoptan prácticas diferenciadas de gobierno corporativo (ver tabla 23). En las veintitrés (23) empresas sin adopción de prácticas diferenciadas se constató que seis (6) están entre las del primer tercio, lo que indica un buen desempeño para 26,08% de las empresas no adoptantes de prácticas adicionales (ver tabla 21), por lo tanto, porcentualmente un desempeño medido través el VPA muy inferior al presentado por las empresas adoptantes de prácticas adicionales de gobierno corporativo.

A partir del análisis individual de cada indicador, puede agregarse una observación globalizadora, que involucra al resultado de todos ellos en forma simultánea. De un total de 116 comparaciones, 69 de ellas están en el tercio superior, lo que reafirma la existencia de una influencia positiva de la adopción de prácticas adicionales de gobierno corporativo por parte de empresas del sector eléctrico brasileño y perteneciente al mercado abierto. (ver tabla 23).

Aún con base en las tablas anteriores (Tablas 9 a 21), compiladas en las Tablas 22 y 23 a seguir, se muestran las conclusiones sobre la verificación de la influencia positiva del gobierno corporativo en las empresas adoptantes de prácticas adicionales.

La tabla 22 identifica el número de empresas, dentro de un mismo índice, en las que la hipótesis se confirma, se rechaza o se anula. Se adopta como criterio empírico de confirmación de la hipótesis, cuando el número de veces en el que la hipótesis se confirma es MAYOR que el número de veces en el que se niega o es nula; la hipótesis se *rechaza* cuando el número de veces en el que la hipótesis se rechaza es MAYOR que el número de veces en el que se confirma o es nula; y la hipótesis se considera nula cuando el número de veces en el que la hipótesis se anula es MAYOR que el número de veces en el que la hipótesis se confirma o se rechaza.

En la verificación empírica de la hipótesis, de los 13 índices, la hipótesis de que la adopción de niveles adicional de Gobierno Corporativo por parte de las empresas del sector eléctrico brasileño (mercado abierto), tiene una influencia positiva sobre la gestión de las empresas se confirmó en 11 (EBIT, EBITDA, EEEEx, ENDTOTAL, Enterprise, Liq_Corr, LPA, ROI, VM, VPA), no fue conclusiva en dos verificaciones (IPL e PBV), y no fue negada en ninguno de los casos.

Tabla 22- Compilación de la verificación de la hipótesis, Análisis A (en N)
(Empresas del Sector Eléctrico Brasileño – Mercado Abierto)

Índex	N Empresas Total	N Empresas con GOB	N empresas Hipótesis confirmada	N empresas Hipótesis nula	N empresas Hipótesis rechazada	Análisis general de la hipótesis
EBIT	30	9	5	2	2	Confirmada
EBITDA	32	9	6	1	2	Confirmada
EEEx	31	9	7	1	1	Confirmada
ENDTOTAL	32	9	5	1	3	Confirmada
ENTERPRISE	29	8	7	0	1	Confirmada
IPL	32	9	3	3	3	no conclusiva
Liq_Corr	32	9	4	2	3	Confirmada
LPA	32	9	6	2	1	Confirmada
PBV	30	9	3	4	2	no conclusiva
PS	28	8	5	1	2	Confirmada
ROI	32	9	5	1	3	Confirmada
VM	30	9	8	0	1	Confirmada
VPA	32	9	5	3	1	Confirmada
Total de observaciones	402	116	69	22	25	Confirmada

Entre los siete índices en los que la hipótesis se confirmó, el más destacado fue el índice VM (Tabla 23), en él que el 89% de las empresas adoptan niveles adicional de gobierno corporativo están en lo más alto de la tabla, seguido por el índice de Enterprise con el 87,5% y EV/EBIT Empresa x con el 77%, EBITDA y LPA (67%), EBIT (67%), PS (63%), y Liq_Corr (44%). De los índices en los que la hipótesis tuvo el peor resultado (a pesar de no ser rechazada en su totalidad), se destaca el IPL y PBV (el 33% de las empresas con gobierno corporativa se encuentran en el grupo inferior de la tabla).

Tabla 23– Comparación de la hipótesis (Confirmación en N)
(Empresas del Sector Eléctrico Brasileño – Mercado Abierto)

Índex	<i>N Empresas con certificado</i>	<i>N empresas Hipótesis confirmada</i>	% de casos en que hipótesis fue confirmada
VM	9	8	89%
ENTERPRISE	9	7	87,5%
EEEx	9	7	78%
EBITDA	9	6	67%
LPA	9	6	67%
PS	8	5	63%
EBIT	9	5	67%
ENDTOTAL	9	5	67%
ROI	9	5	67%
VPA	9	5	67%
Liq_Corr	9	4	44%
<i>IPL (Nula)</i>	9	3	33%
<i>PBV (Nula)</i>	9	3	33%
Total de observaciones	116	69	59,48%

4.3 Análisis B: empresa contra empresa

Una otra forma de verificar la hipótesis es a través del análisis del ranquin, donde se hace la comparación empresa por empresa. La Tabla 24 muestra un análisis del ranquin de cada empresa dentro de cada índice. La tabla, ordenada por el promedio general de los ránquines obtenidos, indica que la hipótesis se confirmó en 6 de las 9 empresas con certificado observadas, nulas para 3 de las empresas y negada en ninguna. La hipótesis fue particularmente confirmada en el caso de las empresas CPFL CPFE (promedio 8,33, 2^a en el ranquin general), CEMIG (promedio 9,23, 3^a en el ranquin), y TRACTEBEL TBLE (promedio 9,38, 4^a en el ranquin)

Tabla 24 – Análisis B: Ranquin empresa por empresa, índice por índice
(Empresas del Sector Eléctrico Brasileño – Mercado Abierto)

EMPRESA	Z Cert	EBIT	EBITDA	EEEx	ENDTOTAL	ENTERPRISE	IPL	Liq_Corr	LPA	PBV	ROS	ROI	VM	VPA	Promedio	Ranquin general	H
PAUL F LUZ PALF															7,69	1	.
CPFL CPFE	S	5	28	5	3	2	12	3	5	24	.	5	2	6	8,33	2	1
CEMIG	S	2	8	4	10	3	17	22	11	17	1	6	3	16	9,23	3	1
TRACTEBEL TBLE	S	3	4	8	11	5	18	21	8	9	10	2	4	19	9,38	4	1
TRAN PAULISTA TRPL	S	7	9	19	5	.	25	2	6	12	5	7	10	11	9,83	5	1
AES TIETE GETI	N	6	5	12	24	10	2	4	21	4	12	1	8	29	10,62	6	.
ELETROBRAS ELET	S	1	32	3	2	1	29	1	17	19	7	22	1	5	10,77	7	1
COELBA CEEB	N	8	6	15	18	11	16	10	12	20	22	3	12	22	13,46	8	.
COELGE COCE	N	12	17	9	14	19	7	18	13	5	13	11	19	21	13,69	9	.
COPEL CPLE	N	4	29	26	6	9	28	17	10	8	.	12	6	12	13,92	10	.
CELESC CLSC	S	13	11	27	19	23	6	5	3	21	21	10	21	4	14,15	11	1
CELPE CEPE	N	14	13	14	15	16	24	8	9	14	15	13	20	17	14,77	12	.
CESP CESP	S	31	2	11	28	4	3	32	19	11	8	27	7	9	14,77	12	0
LIGHT LIGH	S	30	14	13	31	7	4	20	7	7	17	17	11	18	15,08	14	0
ESCELSA ESCE	N	24	20	7	26	15	22	11	2	.	14	14	25	1	15,08	15	.
ELEKTRO EKTR	N	11	7	17	30	14	26	9	26	2	6	9	13	30	15,38	16	.
GER PARANAP GEP	N	25	12	6	8	13	30	29	18	10	4	18	15	13	15,46	17	.
CPFL CPFG	N	15	23	.	7	.	14	7	25	25	11	19	17	28	17,36	18	.
ELETROPAULO ELPL	S	18	1	10	25	8	32	24	24	13	18	24	9	25	17,77	19	0
CELPA CELP	N	16	19	19	17	24	21	15	15	15	16	23	24	15	18,38	20	.
ELETROPAR LIPR	N	17	27	22	9	29	27	12	16	6	.	15	28	20	19,00	21	.
CPFL CPFP	N	10	10	25	29	.	10	25	22	22	26	4	.	27	19,09	22	.
CEB CEBR	N	23	25	24	20	27	5	16	4	18	19	29	29	10	19,15	23	.
AMPLA ENER CBEE	N	27	16	2	27	12	13	14	27	23	24	25	14	31	19,62	24	.
RIO GDE ENER RGEG	N	19	15	31	13	17	8	26	20	26	25	16	16	23	19,62	24	.
EMAE EMAE	N	20	30	32	4	28	20	6	30	16	3	28	27	14	19,85	26	.
CEMAT CMGR	N	22	18	16	21	25	9	27	14	29	27	21	26	7	20,15	27	.
ENERSUL ENER	N	21	21	20	16	22	31	13	23	.	9	20	23	26	20,42	28	.
CELG CGOS	N	28	22	30	32	20	19	31	31	3	20	26	.	3	22,08	29	.
REDE ENERGIA REDE	N	26	24	28	23	18	11	23	32	27	28	30	22	8	23,08	30	.
IENERGIA IENG	N	.	26	23	12	26	15	28	29	28	23	31	30	24	24,58	31	.
AES elpa ON AELP	N	29	31	29	1	21	23	30	28	30	.	32	18	32	25,33	32	.

Al observar las empresas con certificado de gobierno corporativo, identificamos que la mejor empresa es TRACTEBEL TBLE, que confirma la hipótesis en 10 de los 13 test y nunca rechazada la hipótesis (promedio 0,77) y la peor es ELETROPAULO ELPL, que confirma la hipótesis en apenas 4 de los 13 test y la niega en 7 de los 13 test (promedio -0,23).

Tabla 25 – Análisis del número de hipótesis confirmadas, rechazadas o nulas, empresa por empresa, índice por índice para empresas con Gobierno.
(Empresas del Sector Eléctrico Brasileño – Mercado Abierto)

EMPRESA	S Cert	EBIT	EBITDA	EEEx	ENDTOTAL	ENTERPRISE	O IPL	O Liq_Corr	LPA	PBV	PS	ROI	VM	VPA	H+1	H0	H-1	Promedio
TRACTEBEL TBLE	S	1	1	1	1	1	0	1	1	0	1	1	1	1	10	3	0	0,77
TRAN PAULISTA TRPL	S	1	1	1	1	1	-1	1	1	0	1	1	1	1	10	1	-1	0,69
CEMIG	S	1	1	1	1	1	0	-1	1	0	1	1	1	0	9	3	1	0,62
CPFL CPFE	S	1	-1	1	1	1	0	1	1	-1	1	1	1	1	9	1	2	0,58
ELETROBRAS ELET	S	1	-1	1	1	1	-1	1	0	0	1	-1	1	1	8	2	3	0,38
CESP CESP	S	-1	1	1	-1	1	1	-1	0	1	1	-1	1	1	8	1	4	0,31
LIGHT LIGH	S	-1	0	0	-1	1	1	0	1	1	0	0	1	0	5	6	2	0,23
CELESC CLSC	S	0	1	-1	0	-1	1	1	1	-1	-1	1	-1	1	6	2	5	0,08
ELETROPAULO ELPL	S	0	1	1	-1	1	-1	-1	-1	0	-1	-1	1	-1	4	2	7	-0,23

CONSIDERACIONES FINALES Y CONCLUSIÓN:

El objetivo de esta Tesis fue realizar una investigación sobre los efectos de la opción de Prácticas adicionales de gobierno corporativo sobre los resultados económicos-financieros de las empresas con acciones negociadas en el mercado abierto. La medición de los efectos que ejerce en los resultados de las empresas se realizó mediante la comparación de índices económico-financieros usados por la Moderna Teoría Financiera y adoptados por el mercado.

En esencia, el Gobierno Corporativo (IBGC, 2004) es el sistema que asegura el gobierno estratégico de las empresas y el control de la dirección ejercido por el consejo de administración, por la auditoría independiente y por el consejo fiscal, lo que les asegura a los socios algunos aspectos relevantes, como la equidad, la transparencia, la responsabilidad por los resultados y la obediencia a las leyes del país.

Entre los valores que sustentan el Gobierno Corporativo se destaca la integridad ética presente en todas las relaciones internas y externas de la compañía; la combinación de la integridad, la competencia y el desarrollo constructivo en el trato de los negocios y la responsabilidad corporativa. Estos factores abarcan amplios intereses, hacia los que convergen los procesos estratégicos de gobierno.

Para diversos autores (Silveira, 2006; Silva Júnior, 2006; Alencar, 2007; Dalmácio, 2009, Rossoni, 2009; Moreiras, 2010; Correia, 2008 e Coimbra, 2011; Rossetti, 2004) e instituciones (IBGC, BM&FBOVESPA, IDEA, IAGO, ECGI, ECGN), la estructura central sobre la que se apoya el Gobierno Corporativo debe sostenerse sobre acciones estratégicas y procedimientos difundidos que respondan a la premisa de proporcionar el retorno a los propietarios y garantizar la perennidad de la empresa a través de la generación

sostenible de flujo de caja, así como atender a las demandas de otros públicos interesados (stakeholders).

El Instituto Brasileño de Gobierno Corporativo, (IBGC, 2010) presenta un modelo de estructura para el Sistema de Gobierno Corporativo que tiene como componentes importantes el consejo de familia, la asamblea general de los accionistas, el consejo de administración, el consejo fiscal, la auditoría independiente y, ligados al consejo de administración, el consejo consultivo, los comités de auditoría, de recursos humanos, de remuneración, de riesgo y de defensa del consumidor. También integran el sistema la auditoría interna, la gestión, con el director-presidente como principal ejecutivo de la empresa y los demás directores y administradores.

La Ley Sarbannes-Oxley (SOX), uno de los más importantes marco del gobierno corporativo, fue firmada en 2002 en EEUU, como una reacción a una serie de escándalos contables e introduce reformas que afectan las empresas en la divulgación de informes y en la contabilidad, y persigue reconquistar la confianza pública en las empresas y muestra que la sostenibilidad, la ética y las buenas prácticas de Gobierno Corporativo se transforman en una exigencia legal. La Ley intensifica las conferencias internas y aumenta la responsabilidad de los ejecutivos por los actos de gestión que hayan practicado.

La SOX impacta todos los mercados mundiales, sea a través de los inversores que están dispuestos a pagar más por las acciones de las compañías que poseen sistemas de Gobierno Corporativo de alta calidad, sea por la reducción de los conflictos o costes de agencia, por la transparencia de las remuneraciones y beneficios atribuidos por la administración. La Ley exige códigos de ética corporativos que sean efectivamente practicados y procesos formales de gobierno mejor fundamentados que atiendan a un amplio conjunto de propósitos, dentro ellos, atención a los minoritarios, armonización de los derechos de los accionistas, conformidad con el buen gobierno en la integridad y transparencia de las informaciones.

Son dos los grandes modelos existentes de Gobierno Corporativo y varían en función de la participación o no de los accionistas en el día a día de la empresa. El modelo anglosajón se caracteriza por el accionista el papel de “*outsider*”, es decir, el accionista no participa de la empresa. El nipón-germánico, con el accionista en el papel de “*insider*”, participando desde dentro de la empresa en sus destinos. El modelo anglosajón prevalece en los EEUU y el Reino Unido y el nipón-germánico en Japón, Alemania y demás países de Europa Continental

Andrade & Rossetti (2004) apuntan, como decurrente de estos dos tipos, una clasificación más amplia: el modelo anglosajón o financiero, el modelo latino-europeo, practicado en Italia, Francia, España y Portugal; y el modelo que se investiga en esta tesis, el latinoamericano practicado en Argentina, Brasil, Chile, Colombia, México y Perú.

El modelo latinoamericano se caracteriza por las privatizaciones, concentración patrimonial, grandes grupos empresariales, internacionalización, limitación de mercado de capitales, fondo de pensiones y de inversiones institucionales, y tradiciones jurídicas en el Código Civil Francés.

De acuerdo aún con Rossetti (2004), en Brasil y Argentina predomina la capitalización de exigibles, con mercado de capitales poco expresivo, con control accionario concentrado (en Brasil, los tres mayores accionista de las empresas detienen el 67% del capital y Argentina, con el más alto nivel de concentración, los tres mayores accionistas detienen el 90% del capital de las empresas). Con control de grupos familiares, con acciones sin derecho a voto alrededor de 37%, con débil protección a los minoritarios, con Consejos de Administración afectado en su composición por superposición propiedad-gestión y, con Gobierno Corporativo embrionario.

El Gobierno Corporativo en Argentina, de acuerdo con el IGCLA (2011), surgió con el “régimen de transparencia de ofertas públicas”. El IAGO fue creado en 2003 con el objetivo de difundir los principios de buen gobierno corporativo, creando, en ese mismo año, el “Código de Mejores Prácticas de Gobierno de

las Organizaciones para la República Argentina”. La CNV emitió la Circular 516/07 que tomó del Código principios que determinan que las empresas que participan del mercado abierto “cumplan o expliquen”.

Destacase también en Argentina el papel de IDEA, en el desarrollo de programas académicos en forma de talleres donde son discutidas e difundidas las mejores prácticas empresariales.

Se percibe en Argentina una evolución considerable por implantar prácticas que hagan las empresas tornarse socialmente responsables y estén más atentas a las demandas sus stakeholders, pero hay, de manifiesto un largo camino aún que recorrer del cual esta tesis ofrece una pequeña contribución en ese sentido.

En Brasil el debate sobre Gobierno Corporativo empezó alrededor de los 90 y en 1995 ocurrió la fundación del IBGC, con la finalidad de desarrollar y difundir las mejores prácticas y contribuir para una sociedad más justa y responsable. La primera edición del Código de Mejores Prácticas de Gobierno Corporativo fue lanzada en 1999, buscando minimizar los conflictos de intereses y la mejor estructura y formación de los consejos.

El IBGC a través del Código que fue inspirado en el Neuer Market alemán, tiene el objetivo de tornar más interesante el mercado de capitales para el inversor.

La BM&FBOVESPA creó en 2009 el Nuevo Mercado y los niveles adicionales 1 y 2 de mercado, en que se listan las prácticas adicionales cuya adhesión es voluntaria. Las empresas asumen grados diferenciados de compromiso con las mejores prácticas y por lo tanto son clasificadas en distintos niveles, mercado tradicional (sin adhesión), 2, 1 o el más elevado, el Nuevo Mercado. Se puede decir que la BM&FBOVESPA hace una “acreditación” del nivel de compromiso de la empresa de acuerdo con su involucramiento en la adopción de mejores prácticas y esta evidenciado que esto influencia en el resultado económico-financieros de las empresas.

El código adoptado por Brasil está dividido en capítulos que abordan las prácticas y recomendaciones para los socios, consejo de administración, gestión, auditores independientes, consejo fiscal y, conducta y conflicto de intereses. De acuerdo esas buenas prácticas provienen de principios y recomendaciones objetivas, como transparencia, equidad, prestación de cuentas y responsabilidad corporativa.

El Código argentino comenzó a desarrollarse a mediados de 2003, tomando por base el brasileño. Fue preparado por IAGO, FUNDECE e IDEA. Están incluidas en el Código recomendaciones de buen gobierno corporativo, que incluyen la necesidad de una mayor transparencia en el gobierno corporativo adaptado al contexto legal y cultural de las prácticas de las empresas en Argentina. La adopción del Código es voluntaria, pero su ejercicio ayudará a las empresas a cumplir los 28 puntos de la Resolución 516/07 de la CNV.

El Código está dividido en nueve partes: el directorio, el presidente del directorio, comités del directorio, los accionistas, conflictos de intereses, transparencia, fluidez e integridad de la información, auditoría, administración y resolución de controversias y grupos de interés y responsabilidad social.

A pesar de la importancia del tema y de la estructura de gobierno corporativo ya creadas, el número de investigaciones realizadas en el mundo aún es muy pequeña si se compara con los demás temas de gestión empresarial. Con relación al número de tesis en 2012, en portugués había alrededor dos decenas. Además, se encontraron a través de webs de búsqueda, solamente dos tesis en español.

De las tesis analizadas para el presente estudio (Soto, 2003; Carvalhal da Silva, 2005; Silveira, 2006; Silva Júnior, 2006; Alencar, 2007; Dalmácio, 2009, Rossoni, 2009; Moreiras, 2010; Correia, 2008 e Coimbra, 2011), así como la doctrina constante de la bibliografía, queda patente que hay evidencias empíricas suficientes para suponer la existencia de una relación positiva entre la adopción de prácticas diferenciadas de Gobierno Corporativo y aspectos que se relacionan con el desempeño organizativo, como *transparencia*, asimetría

de informaciones, acuracidad de las previsiones, legitimidad organizativa, estructura de control y de propiedad, liquidez, volatilidad, riesgo sistemático, precio de las acciones y volumen de negociación.

En la presente tesis es posible decir que hay evidencias suficientes para sugerir una influencia positiva en los resultados de las empresas del sector eléctrico brasileño, que negocian sus acciones en el mercado abierto y que adoptan prácticas diferenciadas de gobierno corporativo, cuando se miden con indicadores económico-financieros.

Para llegar a la confirmación de esta evidencia se recorrió un largo camino; se definió inicialmente la pesquisa en cuanto a los fines como explicativa de correlaciones múltiples; en cuanto a los medios como bibliográfica y documental. El universo de la investigación se definió como el conjunto de las empresas brasileñas que negocian sus acciones en el mercado abierto y la muestra estuvo constituida por empresas del Sector de Energía Eléctrica con acciones negociadas en BM&FBOVESPA y que tornaran disponible sus datos. Fueron investigadas a través de fuentes primarias y secundarias, veintitrés (23) empresas sin prácticas diferenciadas y nueve (9) con prácticas adicionales de gobierno corporativo.

La investigación consistió en el análisis de fuentes primarias de los balances patrimoniales, de las demostraciones de resultado, origen y aplicación de recursos y flujo de caja, además del análisis en fuentes secundarias en webs específicas de datos financieros y de mercado, cotizaciones históricas y composición accionaria de todas las empresas pertenecientes a la muestra seleccionada.

En el análisis de ranquin (ver tabla 24), donde son analizadas empresa por empresa, índice por índice, de las 32 empresas analizadas y de los 13 índices, en las trece primeras posiciones, 6 empresas son de las que adoptan practicas adicionales de gobierno corporativo, o sea, 67% de ellas están entre las empresas de mejores resultados económicos-financieros, lo que presenta indicios significativos de la influencia del gobierno corporativo en el resultado de las empresas.

Del presente análisis, en que se confirma para las empresas la influencia en 11 (once) de los 13 (trece) índices analizados y se constata la presencia de la mayoría de las empresas adoptantes de buenas prácticas de gobierno corporativo en el top del ranquin de comparación entre los índices de empresas adoptantes y no adoptantes, es posible afirmar que hay, en el sector eléctrico brasileño, en las empresas que negocian sus acciones en el mercado abierto, **elementos suficientes que apuntan para una influencia positiva entre la adopción de prácticas adicionales de gobierno corporativo y el resultado de las compañías de capital abierto, cuando se miden con indicadores económico-financieros.**

De un modo general, son abundantes en la presente tesis los elementos de convicción, en términos de evidencias empíricas, que apuntan para una relación directa entre la adhesión a buenas prácticas de gobierno corporativo en las empresas y el desempeño organizacional, con reflejos también en sus respectivos valores de mercado, pero, aún que se constate esa relación en las empresas del rango eléctrico brasileño, no se puede afirmar categóricamente que esto es cierto para todo el mercado, pero, es posible inferir su validez genérica por las razones discutidas en seguida.

Las empresas del muestreo analizadas pertenecen únicamente al rango de energía eléctrica, lo que en una mirada superficial se podría imaginar cómo homogénea, lo que no es verdad. Primero, Brasil tiene dimensiones continentales y aún que regida por las mismas leyes y con el mismo agente regulador, los mercados son muy diversos: no hay como confundirse empresas del sur, como de Rio Grande do Sul o São Paulo, con las de los estados del norte y nordeste, como Amazonas y Piauí, las diferencias además de culturales, son económicas, de costes, de tipos de socios y de incentivos gubernamentales... En una mirada más particular podremos verificar que las empresas operan en subsectores también diversos: de un total de 32 empresas analizadas, 15 empresas pertenecen al rango de la generación (industrias), 21 empresas son encargadas de la distribución (mercado al por menor), 6 se

caracterizan como gran empresas de transmisión (mercado al por mayor), y 9 de comercialización, es decir, hacen la función de mediadoras bursátiles equilibrando la oferta con la demanda. Los mercados en general se caracterizan por la diversidad de empresas, rangos, culturas etc. y el conjunto de las empresas de la muestra, es diverso y presentó resultados positivos, o que nos permite inferir para una posible generalización de esos resultados positivos para todas las empresas de cualquier rango que adhirieran a niveles adicionales.

La asociación entre la práctica declarada de niveles adicionales de gobierno corporativo, como ocurre en el muestreo investigado, apuntó claramente la influencia positiva en los resultados financieros de las empresas, pero, la investigación académica apuntó que es posible afirmar que los resultados también serán positivos en caso que la adhesión no sea formal, pero real, como ocurre en el caso argentino, donde no existe la “certificación” por un instituto pero sí, uno “cumpla o explique”. Los estudios indican que en Argentina la empresa de mejor calidad en Gobierno Corporativo no participa del mercado abierto, pero hace la adhesión real a las mejores prácticas, o que indica que cualquier empresa que cumpla con los fundamentos del gobierno corporativo posiblemente tendrá un mejor resultado económico-financiero.

El mercado mundial de energía eléctrica, además de estratégico para todos los países, es caracterizado por una alta especificidad, siendo muy altos los costes de entrada o salida del rango, además de producción, coordinación y todos los que integran su cadena industrial. Por lo tanto, este estudio aclara puntos relativos a confianza del inversor y la reducción de costes a través de mecanismos simples de gobierno corporativo, que además de adhesión formal a niveles diferenciados, son auto aplicables a cualquier organización, sean públicas o privadas, PYMES o grandes, como la equidad, la transparencia, la responsabilidad por los resultados y la obediencia a las leyes del país, o que genera una contribución práctica, más allá de los estudios meramente académico.

Los conceptos de gobierno corporativo tratados en esta tesis son los aplicables en acuerdo con el IBGC y IAGO y son conceptos multifacéticos y usados en su plenitud en las empresas que operan en el mercado abierto, porque a eso se destinan y tienen como funciones principales atraer y despertar la confianza del inversor a través de los atributos de gobierno corporativo practicados por las empresas. Por supuesto, aspectos del concepto multifacético no se aplican a todas las organizaciones, como por ejemplo en la administración pública, la equidad queda en perjuicio en función de la supremacía del ente público, donde “el colectivo se sobrepone al individual”; al revés, transparencia, responsabilidad por los resultados y obediencia a las leyes, son fundamentales porque la desatención en esos puntos despierta y hace crecer la corrupción, que genera altos costes y mantiene lejos los ciudadanos de las decisiones e inversores de las empresas.

El requisito de buen gobierno definido por la transparencia, es un atributo fundamental para que las personas en general y los accionistas en particular, puedan conocer la actuación y los propósitos de una empresa que esté operando en el mercado, en virtud sobretodo de la responsabilidad social de esa empresa para con los ciudadanos y con el país en que ella está ubicada. Luego, se el mercado específicamente asume ese atributo como siendo un indicador de buena gestión empresarial, esto de curre del hecho de que se trata de atributo deseado por la sociedad en general, que en él deposita sus ansias de justicia social.

El requisito de prestación de cuentas y responsabilización (*accountability*) también es otro que no se restringe al ambiente corporativo de esta o de aquella empresa, una vez que corresponde a un atributo deseable, que es del interés de toda sociedad, que exige, al su vez seguridad jurídica y la responsabilización por los actos de gestión practicados por sus representantes.

El censo de justicia (*fairness*), por su vez, representa una garantía de salvaguardia de los intereses de los accionistas minoritarios, que, como fue abundantemente demostrado al longo de esta tesis, se constituye en uno de los principales factores de atracción por títulos de empresas con buen gobierno

corporativo, es un atributo más de que requerido por la sociedad moderna. En Una sociedad que se base por el interés del su pueblo, el censo de justicia de quien detiene el gobierno es la mayor garantía que el ciudadano puede tener contra el arbitrio de aquellos que poseen más riqueza y poder, siendo un atributo requerido, como los demás discutidos, para cualquier organización en general que haga adhesión real a las prácticas de buen gobierno corporativo.

Por último, el atributo de adherencia integral a las leyes y reglamentos, representado por la *compliance*, tiende a asegurar la estabilidad jurídica y procedimental de los actores que actúan en un determinado ambiente de mercado, en razón de la previsibilidad de comportamiento de los agentes involucrados. Esto tiende a la reducción de las incertezas y desconfianzas, y tiende a llevar a un ambiente con reducción de litigios y conflictos, que representa un avance institucional relevante y permite que los agentes económicos se quedan enfocados en sus actividades principales, que conduzcan a la generación de riquezas y valor para las empresas y para el país donde están actuando. En vista de eso, es más que necesaria la incorporación de este atributo de gobierno corporativo en todos los sectores empresariales y se cree que su adopción por cualquier empresa habrá de impactar positivamente en sus resultados económico-financieros.

Los atributos y prácticas adicionales del gobierno corporativo estudiados para la realización de una evaluación en el ámbito del sector eléctrico brasileño, pueden ser apuntados como aspectos deseables que serán incorporados en los modelos de gestión en general porque son asimilables en la cultura organizacional de cualquier empresa que opere en un ambiente institucional saludable y son requeridos por inversores que pretendan aportar sus recursos en una empresa.

Concluyendo, se pretende de esa forma inferir que lo que fue evidenciado por los indicadores de performance en el mercado de las empresas del sector eléctrico brasileño, puede ser extrapolado como atributos que producen resultados positivos para todas las áreas en que se realice la gestión de recursos, personas y bienes, o sea, tanto en el sector público, cuanto en lo

sector privado, y que resultados positivos semejantes también serán encontrados en las investigaciones realizadas en estas empresas.

Extendiendo las implicaciones prácticas de esta tesis para el campo empresarial, las informaciones de esta investigación son posibles de utilización general por la CNV, por las bolsas de valores, por el gobierno, por las empresas públicas o privadas y por los inversores, sea para buscar empresas con menores riesgos en la protección de sus inversiones, sea para definir patrones de comportamiento en la defensa de los intereses sociales o para disminuir los costes públicos, ya que en el gobierno corporativo las propias organizaciones hacen la autorregulación y el autocontrol. En el medio académico, es posible agregar sus datos e informaciones en otros estudios, más completos y que agreguen datos de otros rangos empresariales e incluso de otros países para que se pudieran obtener conclusiones generales, que vengán sumar nuevos conocimientos a las ciencias económicas y empresariales.

A pesar de los límites apuntados en la tesis, la investigación fue importante porque trata de un tema relevante para el desarrollo de la sociedad y señala posibilidades de nuevas investigaciones. A partir de la investigación realizada, surgen nuevas líneas de investigación que pueden proponerse a fin de ampliar y confirmar en otros contextos los resultados obtenidos:

- hacer estudios con indicadores económico-financieros para empresas adherentes a niveles adicionales de gobierno corporativo, pero involucrando empresas de rumbos diversos y comparar su desarrollo en una serie histórica antes de la adopción de prácticas diferenciadas, con una serie histórica después de la adopción de las dichas prácticas.
- involucrar en los estudios del gobierno corporativo la adopción de mejores prácticas para pequeñas y medianas empresas, evaluando, principalmente indicadores sociales;
- extender la pesquisa a otros países de América Latina, como Argentina, Chile y México;

- estudiar la opción de prácticas adicionales en empresas no participantes del mercado abierto, investigando aspectos del gobierno corporativo, no sólo desde la óptica de los conceptos del IBGC.
- extender y profundizar la pesquisa para otros indicadores no económico-financieros, como clima organizacional, motivación, liderazgo, ética, tutela de los accionistas minoritarios, nivel de transparencia de la gestión, calidad y nivel de acceso a las informaciones, inserción en la sociedad, confianza de la sociedad en las empresas, sostenibilidad y preocupación con el medio ambiente.

REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS:

ABDO, José Mario Miranda. A estrutura do mercado de energia elétrica. 2º. Encontro de Negócios de Energia. S. Paulo: FIESP/CIESP, 2001.

_____. ANEEL – Atribuições, funcionamento e resultados alcançados. IV Encontro Nacional da 3ª. Câmara de Coordenação e Revisão do Ministério Público Federal: Brasília, 2002.

ALMEIDA, Fernando. O bom negócio da sustentabilidade. Nova Fronteira: S. Paulo, 2005.

ALMEIDA, Valdomiro José de. Definição de mercado relevante e medidas de concentração no setor elétrico: análise comparada da experiência brasileira. (dissertação de mestra) UnB: Brasília, 2003.

ÀLVARES, Elismar & OUTROS. Governança corporativa – Um modelo brasileiro. S. Paulo: Campus, 2008.

ANDRADE, Adriana; ROSSETTI, José Paschoal. Governança corporativa: fundamentos, desenvolvimento e tendências. S. Paulo: Atlas, 2009.

ARRUDA, Maria C. Coutinho de & outros. Fundamentos de ética empresarial e econômica. S. Paulo: Atlas, 2001.

ASSAF NETO, A. Estrutura e análise de balanços: um enfoque econômico-financeiro. S. Paulo: Atlas, 2009

AZEVEDO, Marcelo Cardoso de, & outros. Estrutura e análise das demonstrações financeiras. Alínea: Campinas, 2009.

BARCELLOS, Marta & AZEVEDO, Simone. História do Mercado de Capitais no Brasil. Campus Elsevier: Rio de Janeiro, 2011.

BARONTINI, Giovanni. A Nova Era da Governança Corporativa. *in* Revista Relação com Investidores nº 91. – Rio de Janeiro: IMF Editora Ltda., setembro de 2005.

BAUMOL, W. & WILLIG R. Fixed costs, sunk costs, entry barriers, and sustainability of monopoly. *The quarterly Journal of Economics*, v.96, n.3, p. 405-431, 1981.

BERLE, A. The impact of the corporation on classical economic theory. *Quarterly Journal of Economics*, v. 79, n. 1, p. 25-40, 1964.

BERLE, A. A.; MEANS, G. C. *The modern corporation and private property*. New York: Harcourt, 1967.

BERLE, A. *A moderna sociedade anônima e a propriedade privada*. Rio de Janeiro: Nova Cultura, 1988.

BRANCO, Roberto Castelo. Excesso de regulamentação: o caso da Sarbanes-Oxley. *in Revista Relação com Investidores* n° 93. – Rio de Janeiro: IMF Editora Ltda., novembro de 2005.

BRASIL. Lei no. 4.595, de 31 de dezembro de 1964. Dispõe sobre a política e as instituições monetárias, bancárias e creditícias, cria o Conselho Monetário Nacional e dá outras providências.

BRASIL. Lei 6.385/1976 – Lei do Mercado de Capitais.

_____. Lei 4.595/1964 – Cria a Conselho Monetário Nacional

_____. Lei no. 9.427, de 26 de dezembro de 1996. Institui a Agência Nacional de Energia Elétrica – ANEEL disciplina o regime das concessões de serviços públicos e dá outras providências.

_____. Lei no. 9.648, de 27 de maio de 1998. Autoriza o Poder Executivo a promover a reestruturação da Centrais Elétrica Brasileira – ELETROBRÁS e de suas subsidiárias e dá outras providências

_____. Lei no. 8.987, de 13 de fevereiro de 1995. Dispõe sobre o regime de concessões e permissão da prestação de serviços públicos previstos no art. 175 da Constituição Federal dá outras providências.

BRIGHAM, Eugene F. *Fundamentos da moderna administração financeira*. Rio de Janeiro: Campus, 1999.

BRIDI, Carolina. Braço direito. Três em cada quatro companhias têm comitês de apoio ao Conselho de Administração. Artigo publicado na Revista “Carta Capital” S. Paulo, 2010, Ano 3, Número 22.

_____. Com a guarda aberta. Poucas companhias possuem política de gestão de riscos corporativos formal e aprovada pelo conselho. Artigo publicado na Revista “Carta Capital” S. Paulo, 2010, Ano 3, Número 22.

- BUNGE, M. Teoria e realidade. Perspectiva: São Paulo, 1974.
- CALDEIRA, A.P., Análise empírica dos retornos das ações de empresas que fizeram emissões primárias e secundárias entre 2004 e 2007. Rio de Janeiro: Faculdades Ibmecc, 2009.
- CARVALHAL DA SILVA, André Luiz. Governança corporativa e decisões financeiras no Brasil. Rio de Janeiro: Mauad, 2005.
- CAVALCANTE FILHO, Francisco Silva. Mercado de capitais. CNBV: Belo Horizonte, 1998.
- CLAESSENS, S. Corporate governance and development. In: GLOBAL CORPORATE GOVERNANCE FORUM FOCUS, 2003, Washington DC. Proceedings... Washington DC: World Bank, 2003, p. 1-56.
- CLAESSENS, S. *et al.* Disentangling the incentive and entrenchment effects of large shareholdings. *Journal of Finance*, v. 57, n.6, p. 2741-71, 2002.
- COASE, R. The nature of firm. *Economic*, n.4, November 1937.
- COOMBES, P. & WRONG, C. Chairman and CEO: one jobs our two? *The Mckinsey Quarterly*, no. 2, 2004
- COMISSÃO de Valores Mobiliários. Disponível em: < <http://www.cvm.gov.br/> > Acesso: 12 Feb. 2012.
- _____. Recomendaciones de la CVM sobre gobierno corporativo. Rio de Janeiro, 2002. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/port/public/publ/cartilha/cartilha.doc>>. Acesso: 01 Feb. 2011.
- COMMITTEE on the Financial Aspects of Corporate Governance. The report of the committee on the financial aspects of corporate governance. London, 1992. Report. Disponível em: < <http://www.ecgi.org/codes/documents/cadbury.pdf>>. Acesso: 07 sept. 2010.
- COVA, C. J. A Governança corporativa e a geração de valor nas empresas do mercado de capitais. Seget: Rio de Janeiro, 2006.
- COVA, C. J. Finanças e mercados de capitais. S. Paulo: Cengage Learning. 2011
- CONTIDIANO, Luiz L. Governança corporativa, empresas transparentes na sociedade de capitais. Lazuli: S. Paulo, 2005

DAMODARAN, Aswath. Finanças corporativas teoria e prática. Tradução Jorge Ritter: Porto Alegre: Bookman, 2004.

DAMODARAN, Aswath. Avaliação de investimentos. Ferramentas e técnicas para a determinação do valor qualquer ativo. Qualitymark: Rio de Janeiro, 2010.

DAMODARAN, Aswath. Avaliação de empresas. Pearson: S. Paulo, 2007.

DEL CARO, Luciana. Fiéis à tradição. Artigo publicado na Revista “Carta Capital” S. Paulo, 2010, Ano 3, Número 22.

DEBASTIANI, C.A. & RUSSO, F.A. Avaliando empresas, investindo em ações. Novatec: s. Paulo, 2008

DENIS, D. K.; McCONNELL, J. J. International Corporate Governance. Journal of Financial and Quantitative Analysis, v. 38, n. 1, p. 1-37, Mar. 2003.

ECO, Umberto. Cómo se hace una tesis. Gedisa: Barcelona, 2006.

ENCICLOPÉDIA DELTA, 2010

ENCICLOPEDIA GLOBAL, 2011

ETKIN, Jorge. Política, gobierno y gerencia de las organizaciones. Pearson: Buenos Aires, 2007.

FAMA, EUGENE F. & MILLER, Merton H. *The Theory of Finance*. Hinsdale, Illinois: Dryden Press, 1972.

FERREIRA, José Antônio Stark. Finanças Corporativas: conceitos e aplicações. – São Paulo: Pearson Prentice Hall, 2005.

FORTUNA, Eduardo. Mercado financeiro: produtos e serviços / Eduardo Fortuna. 16ª edição – Rio de Janeiro: Qualitymark Ed., 2005.

FRANCO, Hilário. Estrutura, análise e interpretação de balanços. S. Paulo: Atlas, 1986.

FREITAS, N. Bolsa de Valores 2011. Disponible en <http://www.newton.freitas.mon.br/artigos>. Acceso: 03/04/2011.

GALVÃO, Alexandre & RIBEIRO, Érico. Mercado Financeiro: uma abordagem prática dos principais produtos e serviços. – Rio de Janeiro: Elsevier, 2006.

GASTALDO, Marcelo Machado. História da regulação do setor elétrico brasileiro. Clamper: Rio de Janeiro, 2009.

GIL, Antonio Carlos. Como elaborar projetos de pesquisa. S. Paulo: Atlas, 2006.

GIROTTI, Maristela. Contabilidade e governança corporativa. Brasília: RBC: Ano XXXIX, Número 182, Março/Abril de 2010.

GITMAN, L. Princípios de administração financeira. Harbra: S. Paulo, 1987.

GONÇALVES, Benjamim S. & Outros. Responsabilidade social empresarial nos processos gerenciais e nas cadeias de valor. Instituto Ethos: S. Paulo, 2006.

GRINBLATT, Mark. Mercados financeiros e estratégia corporativa. Tradução Jorge Ritter. 2. ed. – Porto Alegre: Bookman, 2005.

GROPPELLI, A.A. & NIKBAKHT, Ehsan. Administração financeira. Saraiva: S. Paulo, 2000.

INSTITUTO ARGENTINO PARA EL GOBIERNO DE LAS ORGANIZACIONES. Código de mejores prácticas de gobierno de las organizaciones para la República Argentina. IAGO: Buenos Aires, 2004.

INSTITUTO BRASILEIRO DE GOVERNANÇA CORPORATIVA. Código das melhores práticas de governança corporativa. IBGC: S. Paulo, 2009

INSTITUTO BRASILEIRO DE GOVERNANÇA CORPORATIVA. Guia de orientação para o gerenciamento de riscos corporativos. IBGC: S. Paulo, 2007

INSTITUTO BRASILEIRO DE GOVERNANÇA CORPORATIVA. Carta diretriz. Independência dos conselheiros de administração. IBGC: S. Paulo, 2008.

INSTITUTO BRASILEIRO DE GOVERNANÇA CORPORATIVA. Carta diretriz. Mecanismos de defesa à tomada de controle. IBGC: S. Paulo, 2009.

INSTITUTO BRASILEIRO DE GOVERNANÇA CORPORATIVA. Modelo de regimento interno de conselho de administração. IBGC: S. Paulo, 2010.

INSTITUTO BRASILEIRO DE GOVERNANÇA CORPORATIVA. Guia de orientação para implantação de portal de governança. IBGC: S. Paulo, 2008.

INSTITUTO BRASILEIRO DE GOVERNANÇA CORPORATIVA. Guia de orientação para melhores práticas de comitês de auditoria. S. Paulo, 2010

INSTITUTO BRASILEIRO DE GOVERNANÇA CORPORATIVA. Cadernos de boas práticas para assembleia de acionistas. IBGC: S. Paulo, 2010.

INSTITUTO BRASILEIRO DE GOVERNANÇA CORPORATIVA. Caderno de boas práticas para reuniões do conselho de administração.

INSTITUTO BRASILEIRO DE GOVERNANÇA CORPORATIVA. Guia de sustentabilidade para as empresas. IBGC: S. Paulo, 2007.

INSTITUTO BRASILEIRO DE GOVERNANÇA CORPORATIVA. Guia de orientação para o conselho fiscal. IBGC: S. Paulo, 2010

INSTITUTO BRASILEIRO DE GOVERNANÇA CORPORATIVA. Manual prático de recomendações estatutárias. IBGC: S. Paulo, 2009.

INSTITUTO DE GOBIERNO CORPORATIVO DE LATIIONAMÉRICA. Gobierno corporativo em Latinoamérica 2010-2011. IGCLA: Woshington, 2011.

IUDICIBUS, S. & MARION, J. Manual de contabilidade para não contadores. S. Paulo: Atlas, 1998.

JENSEN, M C.; MECKLING, W. H. Theory of the firm: managerial behavior, agency costs 172 and capital structure. Journal of Financial Economics, v. 3, p. 305-60, Jul. 1976.

JORNAL O GLOBO. O preço de energia elétrica no mundo. Globo: rio de Janeiro, Ed. De 23 Out 2011.

LAKATOS, Eva Maria & MARCONI, Marina de Andrade. Metodologia Científica. Atlas: s. Paulo, 1991.

LEMES JÚNIOR, Antônio B. & outros. Administração financeira. Campus: Rio de Janeiro, 2005.

LODI, João B. Governança corporativa: o governo da empresa e o conselho de administração. Rio de Janeiro: Campus, 2000.

LUNELLI, Reinaldo Luiz. EBITDA – Como calcular. Portal de contabilidade. Texto disponível em: <http://portaldecontabilidade.com.br/calculoebitda.htm>. Acesso: 02/02/2011.

MALAGUTI, Gustavo Abreu. Regulação do setor elétrico brasileiro: da formação da indústria de energia elétrica aos dias atuais Niterói: UFF, 2009.

MARQUES, Maria Manuel Leitão, et. al. Concorrência e Regulação, A relação entre a autoridade da concorrência e as autoridades da regulação Sectorial. Vol. 6. Direito Público. Coimbra: Coimbra Editora, 2005.

MARTINS, Gilberto de Andrade. Manual para elaboração de monografias e dissertações. Atlas: S. Paulo, 2000.

MARTINS, Gilberto de Andrade & THEÓPHILO, Carlos Renato. Metodologia de investigação científica para ciências sociais aplicadas. São Paulo: Atlas, 2007.

MATARAZZO, Dante Carmine. Análise financeira de balanços. S. Paulo: Atlas, 1995.

MELLO, Othon. Governança corporativa versus desempenho das ações: um estudo das empresas do setor elétrico no âmbito da Bovespa. Brasília: RBC: Ano XXXIX, Número: 182, Março/Abril 2010.

MONKS, R.& MINOW, N. Corporate governance. Oxford: Black-well, 2004.

MORITZ, R. Metodologia de cálculo e análise de revisão extraordinária das tarifas das tarifas de energia elétrica: um enfoque no equilíbrio econômico-financeiro dos contratos de concessão das distribuidoras. (dissertação de mestrado) UFSC: Florianópolis, 2001.

MUTO, Silvio. No escuro: avaliação periódica e formal sobre o desempenho do board ainda não faz parte da rotina da maioria das companhias. Artigo publicado na Revista “Capital Aberto”. Ano 3, Número 22, 2010.

NOGUEIRA, Danielle. Energia e transporte, uma privatização pela metade. Matéria publicada no Jornal “O Globo”, de 23 Out 2011.

OLIVEIRA, Djalma de Pinho Rebouças de. Governança corporativa na prática. Atlas: Rio de Janeiro, 2006.

OLIVEIRA, José Antônio Puppim de, Empresas na sociedade, sustentabilidade e responsabilidade social. Campus: S. Paulo, 2008.

OLIVEIRA, Virgínia I. & outros. Mercado financeiro. Campus: Rio de Janeiro, 2006.

ORGANIZAÇÃO para a Cooperação e Desenvolvimento Econômico. Experiences from the regional corporate governance roundtables. Paris, 2003, 92 p. Disponible en: <<http://www.oecd.org/dataoecd/19/26/23742340.pdf>>. Acceso: 12 Mar. 2010.

_____. The OECD principles of corporate governance. Paris, 2004b, 69 p. Disponible en: <http://www.oecd.org/dataoecd/32/18/31557724.pdf>. Acceso en: 14 Abr. 2009.

_____. White Paper Progress Report – Brazil. Lima, 2005, 12 p. Disponible en: <http://www.oecd.org/dataoecd/39/37/35656827.pdf>. Acceso: 02 feb. 2008.

PADOVESE, Clóvis Luis. Contabilidade gerencial. S. Paulo: Atlas, 1997.

PATERNOSTRO, André de Góes. A regulação do setor elétrico brasileiro como referência para regulação do vetor elétrico. UNIFACS: Salvador, 2008.

PAXSON D. & WOOD D. Dicionário enciclopédico de finanças. Atlas: S. Paulo, 2001.

PIZZOLATO, Nélío Domingues. Introdução à contabilidade gerencial. Makron Books: S. Paulo, 2000.

RANDALL, A. Resource economics: an economic approach to natural resource and environmental policy. 2. Ed. New York: John Wiley & Sons, 1987. 434p.

ROGERS, Pablo. Governança Corporativa, mercado de capitais e crescimento econômico no Brasil. UFU: Uberlândia, 2006 (Dissertação de Mestrado).

ROSSETTI, José Paschoal & ANDRADE, Adriana. Governança corporativa: fundamentos, desenvolvimento e tendências. Atlas: S. Paulo, 2004

RUIZ. João Álvaro. Metodologia científica. Atlas: S. Paulo, 1985

RUIZ, Manoel. Origem da bolsa de valores. Publicado en la página web: <http://www.sociedadigital.com.br>, acceso: 02/11/2011.

SABINO. Carlos A. Cómo hacer una tesis y elaborar todo tipo de escritos. Lumem-Hvmanitas: Buenos Aires, 1998.

SANTIAGO JUNIOR, Fernando Antonio. A regulação do setor elétrico brasileiro. Fórum: Belo Horizonte, 2010.

SANTOS, Rosane Gomes dos. O Papel da legislação americana Sarbanes Oxley no processo de Governança Corporativa e seus impactos no mercado de capitais do país. Niterói: Monografia de Conclusão de Curso de Pós-Graduação – PGCF/UFF, 2005.

SCAVONE, Graciela M. Cómo se escribe una tesis. Laley: Buenos Aires, 2002.

SHLEIFER, A.; VISHNY, R. A survey of corporate governance. Journal of finance, v. 52, n. 2, p. 737-83, June 1997.

SILVA, André Luiz C. da & LEAL, Ricardo Pereira C. Governança corporativa: evidências empíricas.

SILVA, Christian Luiz da (org.) Desenvolvimento sustentável – Um modelo analítico, integrado e adaptativo. Vozes: Petrópolis, 2006

SILVA, Edson Cordeiro da. Governança corporativa nas empresas. S. Paulo: Atlas, 2006.

SILVA, J.P. Análise financeira de empresas. S. Paulo: Atlas, 2008.

SILVEIRA, Alexandre Di Miceli da. Governança corporativa e estrutura de propriedade. S. Paulo: Saint Paul Editora Ltda., 2006.

SILVEIRA, Alexandre Di Miceli da. Governança corporativa no Brasil e no mundo. Campus: Rio de Janeiro, 2010.

SILVEIRA, Héber Pessoa da; BARROS, Lucas Ayres; FAMÁ, Rubens. Governança corporativa e estrutura de propriedade: determinantes e relação com desempenho das empresas no Brasil, 2004 Tese – FEA USP: S. Paulo, 2004.

SOUSA NETO, José Antônio de Sousa, MARTINS, Henrique. Finanças e governança corporativa. Campus: Rio de Janeiro, 2011.

STEINBERG, H. A dimensão humana da governança corporativa criam as melhores e as piores práticas. Gente: S. Paulo, 2003.

UROLLA & OHIRA, Economia e regulação do setor público de saneamento. PUC: S. Paulo

VALENTE, Paulo Gurgel. Governança corporativa, a capacitação básica do conselheiro. LTC: Rio de Janeiro, 2010.

VAN BELLEN, Hans Michel. Indicadores de sustentabilidade. FGV: Rio de Janeiro, 2007.

VERGARA. Sylvia Constant. Projetos e relatórios de pesquisa em administração. S. Paulo: Atlas, 1997.

WILLIAMSON, O. E. Corporate Finance and Corporate Governance. The Journal of Finance, Malden, v.43, n.3, p.567-591, July 1988.

_____. The economic institutions of capitalism: firms, markets, relational contracting. New York: The Free Press, 1985.

_____. Mercados y Jerarquías: su análisis y sus implicaciones anti trust. México: Fondo de Cultura Económica, 1991.318 p.

YNOUB DE SAMAJA, Roxana Cecilia. El proyecto y La metodología de La investigación. Buenos Aires: Cengage, 2007.

ZYLBERSZTAJN, Decio & SZTAJN, Rachel. Direito e Economia. – Rio de Janeiro: Elsevier, 2005.

TESES CONSULTADAS:

ALENCAR, Roberta Carvalho de. Nível de disclosure e custo de capital próprio no mercado brasileiro. S. Paulo: USP, 2007.

GATTI, Maria Andrea Fernández. Empresas de Rosário: cambio profundo a partir de um modelo de aprendizagem. Rosário: UNR, 2007.

COIMBRA, Fábio Claro. Estrutura de governança corporativa e gestão de riscos: um estudo de casos no setor financeiro. São Paulo: USP, 2011.

CORREIA, Laise Ferraz. Um Índice de governança para empresas do Brasil. Belo Horizonte: UFMG, 2008.

MOREIRAS, Luiz Maurício Franco. Os efeitos da governança corporativa sobre a informação assimétrica. S. Paulo: FGV, 2010.

ROSSONI, Luciano. Governança corporativa, legitimidade e desempenho das organizações listadas na Bovespa. Curitiba: UFPR, 2009.

SILVA JUNIOR, Annor da. Trajetória de crescimento, governança corporativa e gestão universitária: estudo de caso em três instituições de educação superior do tipo familiar. Belo Horizonte: UFMG, 2006.

SOTO, Maria Gracia García. El Gobierno corporativo y las decisiones de crecimiento empresarial: evidencias en las cajas de ahorros españolas. Las Palmas de Gran Canaria: Universidad de Las Palmas de Gran Canaria, 2003

TURNBULL, S. Corporate Governance: Its scope, concerns and theories. Corporate Governance v.5, nr, 4, 1997.

VINHAES, Élbia Aparecida Silva. Estrutura de governança e comportamento estratégico em sistemas reestruturados: uma abordagem institucional do poder de mercado na indústria de energia elétrica. (Tese de doutorado) UFSC: Florianópolis, 2003.

ARTIGOS CONSULTADOS:

AZEVEDO, Simone & SILVEIRA, Alexandre Di Miceli. Informações mais acessíveis. Revista Capital Aberto, 2010.

FOGAÇA, André.

MELLO, Othon. & MELO, Alfredo Alves de Oliveira. Governança corporativa versus desempenho das ações: um estudo das empresas do setor elétrico no âmbito da Bovespa. Revista Brasileira de Contabilidade, CFC: Brasília, no. 182, março/abril de 2010.

ZARA, Roberta. Transparência e ética: modismo ou prática? Revista Brasileira de Contabilidade, CFC: Brasília, no. 182, março/abril de 2010.