

<b>1. INTRODUCCIÓN.....</b>	<b>3</b>
<b>1.1 - Objetivo del trabajo .....</b>	<b>3</b>
<b>1.2 - Breve introducción a la crisis 2007-2008.....</b>	<b>3</b>
<b>1.3 - Conceptos básicos.....</b>	<b>4</b>
1.3.1 - Definición de Crisis.....	4
1.3.2 - Gobierno Corporativo.....	5
1.3.2.1 - Definición de Gobierno Corporativo.....	5
1.3.2.2 - Concepto de malas prácticas de Gobierno Corporativo.....	6
<b>1.4 - Metodología .....</b>	<b>6</b>
<b>2. GOBIERNO CORPORATIVO.....</b>	<b>8</b>
<b>2.1 - Orígenes de Gobierno Corporativo.....</b>	<b>8</b>
<b>2.2 - Modelos de Gobierno Corporativo.....</b>	<b>8</b>
<b>2.3 - Principios de Gobierno Corporativo (OCDE).....</b>	<b>11</b>
<b>2.4 - El Gobierno Corporativo en el ámbito privado.....</b>	<b>16</b>
2.4.1 - Empresas cotizadas .....	16
2.4.2 - Empresas no cotizadas.....	21
<b>2.5 - El Gobierno Corporativo en el ámbito público.....</b>	<b>26</b>
2.5.1 - Conceptualización de Estado y Empresa pública.....	26
2.5.2 - Principales características de las empresas públicas que las diferencian de las privadas.....	29
2.5.3 - El Gobierno Corporativo en empresas públicas.....	30
2.5.3.1 - Directrices de la OCDE sobre Gobierno Corporativo para empresas de control estatal.....	32
<b>2.6 - Gobierno Corporativo en América Latina.....</b>	<b>35</b>
2.6.1 - Primeros indicios de Gobierno Corporativo en América Latina.....	37
2.6.2 - Recomendaciones de la OCDE sobre Gobierno Corporativo en América Latina.....	38
2.6.3 - Evidencia empírica de Gobierno Corporativo en Latinoamérica.....	42
<b>2.7 - Gobierno Corporativo en Uruguay.....</b>	<b>44</b>
2.7.1 - Circular Nº 1987 “Instituciones de Intermediación Financiera- normativa sobre de Gobierno Corporativo y sistema de gestión integral de riesgos (BCU).....	44
2.7.2 - Ley Nº 18.627 Mercado de Valores – Normas para su regulación.....	47
2.7.2.1 - Justificación de la importancia de una nueva regulación del mercado de valores y en particular del Gobierno Corporativo.....	48
2.7.2.2 - Título VI de la Ley Nº 18.627 - Gobierno Corporativo.....	51
<b>3. CRISIS Y GOBIERNO CORPORATIVO.....</b>	<b>60</b>
<b>3.1 - Antecedentes de la crisis 2007-2008 .....</b>	<b>60</b>
<b>3.2 - Desarrollo de la crisis 2007-2008 .....</b>	<b>60</b>
<b>3.3 - Impacto de la crisis en América Latina desde la visión de la CEPAL.....</b>	<b>64</b>
<b>3.4 - Breve reseña de la crisis 2002 en Uruguay, comparación con la crisis internacional 2008 y análisis de las causas de dichas crisis desde el punto de vista del Gobierno Corporativo.....</b>	<b>66</b>
3.4.1 - Breve reseña de la crisis 2002 en Uruguay.....	66

[3.4.2 - Comparación de la crisis 2002 en Uruguay con la crisis internacional 2007-2008 bajo el análisis de las causas de dichas crisis desde el punto de vista del Gobierno Corporativo.....67](#)

[\*\*4. ANÁLISIS DE LOS DATOS RECABADOS EN NUESTRO TRABAJO DE CAMPO.....78\*\*](#)

## **1. INTRODUCCIÓN**

### ***1.1 - Objetivo del trabajo***

La temática central a abordar en el presente trabajo, comprende el análisis de las causas que dieron origen a la crisis 2007-2008 y la recesión que se mantiene hasta nuestros días, desde el enfoque de las prácticas de Gobierno Corporativo.

Dicho enfoque será desarrollado tanto en el ámbito público como en el privado, intentando demostrar que las malas prácticas de Gobierno Corporativo de las empresas, logran desencadenar causas de futuras crisis relacionadas con las mismas, así como también dejan más vulnerables a las empresas ante las crisis.

### ***1.2 - Breve introducción a la crisis 2007-2008***

Con el objetivo de introducir al lector en la crisis financiera mundial 2007-2008, mencionaremos a continuación las principales causas de la misma, las cuales serán desarrolladas con mayor profundidad en los próximos capítulos del presente trabajo.

En el año 2001 se produce el estallido de la “Burbuja puntocom” en los Estados Unidos, que seguido por los atentados de público conocimiento del 11 de setiembre en la ciudad de Nueva York, llevaron a que la Reserva Federal de dicho país, con el fin de incrementar el dinero circulante y consigo la inversión que se había visto disminuida por los anteriores acontecimientos; resolviera bajar las tasas de interés de referencia.

Esta baja de la tasa de interés atrajo no solo a los inversionistas sino también a los consumidores domésticos, que la visualizaron como una oportunidad para poder adquirir préstamos hipotecarios.

Estos créditos se tornaron un interesante negocio para los bancos, sin embargo la gran demanda de los mismos llevo a que estos vieran disminuida su liquidez. Con el objetivo de obtener efectivo, los bancos decidieron vender títulos formados por dichos créditos a los grandes mercados bursátiles, incluida la bolsa de Wall Street, en la que innumerables inversionistas los adquirieron. En consecuencia a esta gran demanda de préstamos hipotecarios, las hipotecas aumentaron su valor.

Por los acontecimientos mencionados anteriormente, los consumidores domésticos no tardaron mucho tiempo en darse cuenta que con sus ingresos no iban a poder hacer frente a sus deudas constituidas en créditos hipotecarios. El esperado desenlace no tardó en llegar, los consumidores dejaron de pagar sus créditos hipotecarios y los bancos nuevamente perdieron liquidez.

Al ser de público conocimiento la cesación de pago de los consumidores y ante la incertidumbre de cobro de los títulos, los inversionistas comienzan a deshacerse de los mismos.

La Banca se ve perjudicada por la disminución en el valor de sus activos (dinero y créditos) y aún más su liquidez por el volumen de sus pasivos (títulos). Por lo anterior caen aun más el valor de los títulos por falta de oferentes, las bolsas ven disminuir los principales indicadores, generándose las mayores caídas hasta el momento de los principales mercados bursátiles del mundo entero.

Los valores de los inmuebles adquiridos por los consumidores domésticos que se tornan muy por debajo del valor de las hipotecas, la consecuente masificada cesión de pago de estas últimas, los planes de incentivos y retiro de los trabajadores en base a los indicadores bursátiles, los resultados negativos de las empresas que mantenían en sus activos dichos títulos generando necesarios despidos de personal; todos estos elementos hicieron que esta crisis en sus orígenes bursátil, se trasladara hacia el mercado real y se transformara en la mayor crisis mundial vivida hasta nuestros días.

### **1.3 - Conceptos básicos**

#### **1.3.1 - Definición de Crisis**

En base a las siguientes definiciones de crisis desarrolladas por diversos autores, formularemos nuestra propia definición de crisis:

- *Una situación de un asunto o proceso cuando está en duda la continuación, modificación o cese, una situación dificultosa o complicada; un momento decisivo de un negocio grave y de consecuencias importantes.*<sup>1</sup>
- *Un momento de ruptura en el funcionamiento de un sistema, un cambio cualitativo en sentido positivo o negativo.*<sup>2</sup>
- *Crisis económica es la fase más depresiva de la evolución de un proceso económico recesivo. Por recesión se entiende el movimiento cíclico descendente de la economía, que comprende, por lo menos, dos trimestres de continua disminución del PNB real.*<sup>3</sup>

---

<sup>1</sup> Diccionario de la Real Academia Española.

<sup>2</sup> Cfr. Pasquino, G. En Bobbio, N., Matteucci, N. y Pasquino, G. "Diccionario de Política". [11.ma](#) edición en español. Siglo XXI Editores. México, 1998. p. 391

<sup>3</sup> Francisco Mochón. "Economía. Teoría y Política".

- *Una crisis es un acontecimiento extraordinario o una serie de acontecimientos que afectan de forma diversa a la integridad del producto, a la reputación, a la estabilidad financiera de la organización, o a la salud y el bienestar de los trabajadores, de la comunidad y del público en general.*<sup>4</sup>
- *Las crisis son situaciones de alerta que corren el riesgo de aumentar de intensidad, lo que provoca el exhaustivo escrutinio de los medios de comunicación o de gobierno, interfiere con las actividades normales y dinamita la imagen de la organización, al tiempo que daña sus bases.*<sup>5</sup>

Por lo anterior definimos crisis económica como, una situación dificultosa, de alerta, de ruptura en el funcionamiento de un sistema, que se transforma en un proceso recesivo y cuando se encuentra en la fase más depresiva de ese proceso, afecta la estabilidad financiera de la organización y del público en general de forma drástica.

## **1.3.2 - Gobierno Corporativo**

### **1.3.2.1 - Definición de Gobierno Corporativo<sup>6</sup>**

En el presente trabajo nos basaremos en la definición de Gobierno Corporativo brindada por la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económico (en adelante OCDE), pero sin acotarnos a ella incluiremos posteriormente definiciones brindadas por otros organismos tanto nacionales como internacionales.

Según define la OCDE en sus “Principios de Gobierno Corporativo” del año 1999, el Gobierno Corporativo se relaciona con los medios internos por los cuales son operadas y controladas las corporaciones. Mientras que los gobiernos juegan un papel central en la constitución de un clima legal, institucional y regulatorio en que se desarrollan gobiernos corporativos individuales, la principal responsabilidad recae en el sector privado.

Posteriormente en el año 2004, este organismo realizó una revisión de dichos principios, definiendo que el gobierno corporativo constituye un elemento clave para aumentar la eficacia económica y potenciar el crecimiento, así como para fomentar la confianza de los inversores. Mencionando que también abarca un conjunto de relaciones entre el cuerpo directivo de una empresa, su Consejo, sus accionistas y otras partes interesadas. Señalando que también proporciona una estructura para el establecimiento de objetivos

---

<sup>4</sup> Octavio Rojas. 2005

<sup>5</sup> Steven Fink. 2002

<sup>6</sup> Principios de Gobierno Corporativo de la OCDE 1999 y 2004.

por parte de la empresa, y determina los medios que pueden utilizarse para alcanzar dichos objetivos y para supervisar su cumplimiento.

### **1.3.2.2 - Concepto de malas prácticas de Gobierno Corporativo**

Las malas prácticas de Gobierno Corporativo son todas aquellas acciones o decisiones que se toman en la cúspide de las empresas y que van en contra de la ética y la moral y en algunas ocasiones, en contra de las normas legales.<sup>7</sup>

Sin el propósito de brindar una lista taxativa, detallamos a continuación los ejemplos más frecuentes de malas prácticas, basados en los principios recomendados por la OCDE:

- ✓ Reparto de responsabilidades entre las distintas autoridades de la compañía (supervisoras, reguladores y ejecutoras) sin tomar en cuenta las capacidades para desempeñar los respectivos cargos y haciendo prevalecer otros factores en el momento de cubrir dichos cargos, por ejemplo parentesco.
- ✓ Permitir a través de un accionar negligente, a un grupo de accionistas tomar decisiones en conjunto en perjuicio de los accionistas minoritarios.
- ✓ No brindar al mismo tiempo, y con la misma amplitud a todos los accionistas información relacionada con la empresa.
- ✓ Represalias contra empleados que denuncien prácticas ilegales o no éticas.
- ✓ No se analizan, informan e internalizan los factores de riesgo que afectan a la organización.
- ✓ Remuneración y permanencia de directores sin considerar su gestión.

## **1.4 - Metodología**

A los efectos de demostrar el objetivo de nuestro trabajo, abordaremos el análisis de campo a través de una estrategia de investigación no experimental, entendida como la investigación que se efectúa sin la manipulación intencionada de variables, lo que se realiza es la observación de fenómenos en su ambiente natural. En contraposición con los diseños experimentales en los cuales se construye una realidad, en los diseños no experimentales no se construye ninguna situación, sino se observa lo ya existente.<sup>8</sup>

Como hemos constatado que en nuestro país, las empresas que llevan adelante explícitamente prácticas de Gobierno Corporativo básicamente son aquellas que ya sea

---

<sup>7</sup> [www.crecenegocios.com/malas-practicas-empresariales](http://www.crecenegocios.com/malas-practicas-empresariales) (Blog de negocios empresariales. Febrero 2009).

<sup>8</sup> María Antonieta Tapia (2000).

por la legislación actual o por directrices de sus matrices del exterior, se ven obligadas a desarrollar dichas prácticas y realizar informes anuales de Gobierno Corporativo; es que hemos definido una muestra no probabilística para este estudio, en donde la selección de elementos depende del criterio del investigador.

La muestra será una porción de aquellas empresas obligadas por nuestra legislación a presentar anualmente informes sobre prácticas de Gobierno Corporativo, actualmente regulado por la ley N° 18.627 (Ley de mercado de valores) y la Circular N° 1987 del Banco Central del Uruguay.

El método de recolección de los datos que hemos decidido utilizar, dadas las características de la muestra, es la entrevista estructurada, en la cual planteamos una serie de preguntas enmarcadas en los principios de Gobierno Corporativo de la OCDE, con la finalidad de dar evidencia de realización de malas prácticas por parte de las empresas entrevistadas.

## **2. GOBIERNO CORPORATIVO**

### ***2.1 - Orígenes de Gobierno Corporativo<sup>9</sup>***

El tema de Gobierno Corporativo se origina con la idea de la empresa moderna. Se identifica inicialmente con la delegación del poder sobre la toma de decisiones hacia administradores distintos a los dueños. Adam Smith (1776) como Berle y Means (1932) expresaron sus inquietudes acerca de la viabilidad de este tipo de firmas. Smith, al referirse a las compañías por acciones, describe un típico conflicto de agencia: “De los directores de tales compañías sin embargo, siendo los administradores del dinero de otros y no del suyo propio, no puede esperarse que ellos lo vigilen con la misma ansiosa diligencia con la cual los socios en una sociedad privada frecuentemente vigilan el suyo propio”, por su parte Berle y Means apuntan a una estructura de propiedad difusa, para expresar sus dudas acerca de un control efectivo sobre los gerentes.

El Gobierno Corporativo ha evolucionado de un concepto financiero, relativo al retorno sobre la inversión, esperado y exigido por los inversionistas, a uno que incluye aspectos relativos al diseño de la organización misma.

En 1976 Jensen y Meckling publican un artículo donde formalizan el problema de agencia y dan origen a la investigación moderna sobre Gobierno Corporativo en el ámbito económico.

El informe Cadbury (1992), de Gran Bretaña, fue el inicio y el referente de los esfuerzos realizados por organizaciones gremiales para mejorar el clima de inversión en diferentes países del mundo. Puede decirse que este reporte desató una fiebre entre las comunidades empresariales de diferentes países por el tema de gobierno corporativo, que se unió a la amplia discusión que la doctrina realizaba desde tiempo atrás.

### ***2.2 - Modelos de Gobierno Corporativo***

El interés en este tema es consecuencia del aumento de exigencia de las sociedades por más ética y transparencia en el ambiente empresarial.

Luego de las irregularidades, fraudes y actos ilícitos ocurridos en Estados Unidos en el año 2000, que hicieron caer grandes corporaciones como Enron, WorldCom, Tyco, Imclone,

---

<sup>9</sup> Historia del Gobierno Corporativo en el mundo, Julián Benavides Franco, Confederación colombiana de cámaras de comercio.

Teleco Global, Adelphia, Arthur Andersen; se hizo necesario restablecer la confianza en las informaciones divulgadas por las empresas, lo que desencadenó en la creación de la Ley Sarbanes – Oxley (SOX).

Si bien el Gobierno Corporativo es un tema que se ha puesto sobre la mesa a nivel internacional desde la entrada en vigencia en Estados Unidos de la mencionada ley, que regula las empresas cotizantes en la bolsa de New York, ya desde comienzos de los años 90 han surgido varios modelos de “mejores prácticas” corporativas principalmente orientadas a lo que denominaremos “empresas cotizadas”, entendiéndose por ellas a las empresas que emiten y/o cotizan valores en los mercados bursátiles.

En el trabajo monográfico “Las buenas prácticas de Gobierno Corporativo. Una respuesta a la necesidad de asegurar transparencia y confiabilidad a los mercados” (Diciembre 2003), se destacan como principales los siguientes modelos:

- Informe Cadbury
- Informe King
- Informe Vienot
- Informe Peters
- Informe Olivencia
- Informe de Gobernabilidad Corporativa de Brasil
- Informe Villegas
- Código de las Mejores Prácticas Corporativas de México
- Principios de la OCDE

A continuación realizaremos una comparación de los modelos anteriormente mencionados en relación al objetivo por el cual fue realizado cada informe, el alcance desde el punto de vista de la aplicación exclusiva en el mercado bursátil y del carácter del cumplimiento, en el sentido de voluntariedad u obligatoriedad, en el cual hemos tomado como referencia el trabajo monográfico mencionado anteriormente.

**“IMPLICANCIAS DE LAS MALAS PRÁCTICAS DE GOBIERNO CORPORATIVO COMO DESENCADENANTES DE CRISIS”**

<b>Modelo</b>	<b>Año</b>	<b>País Emisor</b>	<b>Objetivo</b>	<b>Cumplimiento</b>	<b>Aplicación exclusiva en el mercado bursátil</b>
Cadbury	1992	U.K.	<i>Mejorar la calidad del consejo supervisor del Gobierno de las compañías, mejorando la calidad de la información disponible.</i>	Voluntario	Sí
King	1994	Sudáfrica	<i>Plasmar los principios fundamentales de buenas prácticas financieras, sociales, éticas y medioambientales.</i>	Obligatorio para las empresas cotizadas.	No
Peters	1997	Holanda	<i>Categorizar la mejora de la calidad del consejo supervisor del gobierno de las compañías.</i>	Voluntario	Sí
Olivencia	1998	España	<i>Mejora del funcionamiento de la compañía, competitividad y/o acceso al capital.</i>	Voluntario	No
Recomendaciones IBGC	1998	Brasil	<i>Ponderar la perdurabilidad de las organizaciones y aportar valores y orientaciones de estrategia empresarial.</i>	Voluntario	No
Vienot	1999	Francia	<i>Correcto funcionamiento y transparencia para optimizar la gestión y la imagen al público y a los inversores.</i>	Voluntario	Sí
O.C.D.E	1999	Organización Intergubernamental	<i>Mejora del funcionamiento de la compañía, competitividad y/o acceso al capital.</i>	Voluntario	Sí
Código de mejores Practicas	1999	México	<i>Establecer un lenguaje común similar al utilizado en la mayoría de los países e instituciones internacionales que siguen los principios de la OCDE.</i>	Voluntario	No
Informe Villegas	2001	Argentina	<i>Proveer confianza y seguridad al mercado bursátil para funcionar en forma óptima y reducir el costo de capital para los usuario del mercado.</i>	Voluntario	Sí

Fuente: cuadro elaborado en base al trabajo monográfico “Las buenas prácticas de Gobierno Corporativo. Una respuesta a la necesidad de asegurar transparencia y confiabilidad a los mercados” (Diciembre 2003).

Los modelos mencionados precedentemente, han sufrido modificaciones hasta la fecha en razón de diversos cambios en los contextos económicos financieros en los que se encuentran inmersos.

Sin dejar la importancia de cada uno de estos modelos dentro de la literatura de Gobierno Corporativo, como hemos plasmado en nuestro objetivo, nos basaremos en la definición de Gobierno Corporativo brindada por la OCDE.

Por lo anterior, a continuación desarrollaremos el modelo brindado por la OCDE en su versión más reciente, la cual fue editada en el año 2004.

### ***2.3 - Principios de Gobierno Corporativo (OCDE)***

En consonancia con lo anterior, mencionaremos los principios de Gobierno Corporativo desarrollados por la OCDE en su revisión del año 2004.

Según OCDE, estos principios son conceptualizados como un instrumento vivo que ofrece normas no vinculantes y buenas prácticas, así como una guía para su implantación susceptible de ser adaptada a las circunstancias particulares de cada país o región.<sup>10</sup>

La finalidad de los Principios es la de ayudar a los Gobiernos de los países miembros y no miembros de la OCDE en la tarea de evaluar y perfeccionar los marcos legal, institucional y reglamentario aplicables al Gobierno Corporativo en sus respectivos países, y la de ofrecer orientación y sugerencias a las Bolsas de valores, los inversores, las sociedades y demás partes que intervienen en el proceso de desarrollo de un modelo de buen Gobierno Corporativo.<sup>11</sup>

Los Principios centran su atención sobre las sociedades con cotización oficial, tanto financieras como no financieras. No obstante, y en la medida en que resultasen aplicables, podrían constituir también un instrumento muy útil para mejorar el Gobierno Corporativo en sociedades sin cotización oficial, tales como las empresas de propiedad privada y las empresas propiedad del Estado.<sup>12</sup>

Los Principios tienen un carácter no vinculante, y no pretenden la incorporación de disposiciones detalladas en las legislaciones nacionales. Más bien, lo que pretenden es identificar objetivos y plantear diversos medios para alcanzarlos. Su propósito es servir como punto de referencia.<sup>13</sup>

A continuación transcribiremos los principios desarrollados por la OCDE y realizaremos una breve síntesis de cada uno de ellos:

#### ***❖ Garantizar la base de un marco eficaz para el Gobierno Corporativo***

***“El marco para el Gobierno Corporativo deberá promover la transparencia y eficacia de los mercados, ser coherente con el régimen legal y articular de forma clara el reparto de***

---

<sup>10</sup> Principios de Gobierno Corporativo de la OCDE 2004.

<sup>11</sup> *Ibíd.*

<sup>12</sup> *Ibíd.*

<sup>13</sup> *Ibíd.*

***responsabilidades entre las distintas autoridades supervisoras, reguladoras y ejecutoras.”***

El contexto interno en el cual ha de desarrollarse el Gobierno Corporativo debe de tomar en consideración las consecuencias de las acciones de la empresa en los resultados globales de la economía, de modo de fomentar la transparencia e integridad en los mercados y contribuir así a la promoción de mercados eficaces.

Las distintas partes implicadas en el Gobierno Corporativo de una empresa (directorio, alta gerencia, auditoría interna, etc.), deberán de cumplir sus obligaciones con objetividad y profesionalidad, disponiendo para ello de poder, integridad y los recursos necesarios.

❖ ***Los Derechos de los accionistas y funciones clave en el ámbito de la propiedad***

***“El marco para el Gobierno Corporativo deberá amparar y facilitar el ejercicio de los derechos de los accionistas.”***

Se destacan como derechos fundamentales los siguientes:

- Asegurarse métodos para registrar su propiedad.
- Ceder o transferir acciones.
- Obtener información relevante y sustantiva sobre la sociedad de forma puntual y periódica.
- Participar y votar en las juntas generales de accionistas.
- Elegir y revocar a los miembros del Consejo.
- Participar en los beneficios de la sociedad.

Es importante que los accionistas puedan ejercer su derecho de participación en las decisiones que impliquen cambios importantes en la estructura de la compañía. Como ejemplo de tales decisiones se mencionan: los cambios en los estatutos de la sociedad, la autorización de la emisión de nuevas acciones y las transacciones extraordinarias que impliquen la transmisión de la totalidad o de una parte sustancial de los activos de la sociedad.

También los accionistas deben de poder participar y votar en las asambleas de accionistas, debiendo ser informados con la debida anticipación sobre la fecha, lugar de celebración, orden del día y la información completa acerca de los asuntos a tratar en las mismas.

Luego de analizadas por los accionistas las cuestiones a tratar en las asambleas, los mismos tendrán que contar con el derecho a realizar las preguntas al directorio que entiendan pertinentes.

El nombramiento y elección de los miembros del directorio, la política de remuneraciones de los directivos y la alta gerencia de la sociedad, así como el componente relativo a acciones en los sistemas de remuneraciones, serán temas prioritarios de participación de los accionistas.

Debe informarse públicamente los acuerdos entre accionistas que faciliten adquirir un control que no guarde relación con las acciones de las cuales sean titulares.

❖ ***Tratamiento equitativo de los accionistas***

***“El marco para el Gobierno Corporativo deberá garantizar un trato equitativo a todos los accionistas, incluidos los minoritarios y los extranjeros. Todos los accionistas deben tener la oportunidad de realizar un recurso efectivo en caso de violación de sus derechos.”***

En caso que existan diferentes clases de acciones, todos los accionistas que posean acciones de un mismo tipo, deben tener los mismos derechos.

En el momento de la compra de acciones se debe informar al prominente titular los derechos y obligaciones que implica la tenencia. Cualquier cambio en los derechos de una misma clase de acciones, deberá de ser aprobado por los accionistas que se vean perjudicados.

Ante cualquier tipo de abuso, llevado a cabo por accionistas mayoritarios, en perjuicio de accionistas minoritarios, estos últimos deberán de ser protegidos y deberán también de disponer de recursos efectivos para la defensa de sus derechos.

En el caso de accionistas extranjeros se deberá permitir el voto transfronterizo, en pos de la igualdad del accionariado. En el mismo sentido, todos los accionistas deben de tener acceso en el mismo momento y en igualdad de cantidad y calidad, a la información privilegiada de la empresa, de manera de evitar operaciones abusivas.

Los accionistas, miembros de directorio y la alta gerencia, de tener un interés directo o indirecto en cualquier transacción que afecten a la sociedad, tendrán la obligación de informar a la sociedad de dicho interés.

❖ ***El papel de las partes interesadas en el ámbito del Gobierno Corporativo***

***“El marco para el Gobierno Corporativo deberá reconocer los derechos de las partes interesadas establecidos por ley o a través de acuerdos mutuos, y fomentar la cooperación activa entre sociedades y las partes interesadas con vistas a la creación de riqueza y empleo, y a facilitar la sostenibilidad de empresas sanas desde el punto de vista financiero.”***

Una vez establecidos los derechos de las partes interesadas (empleados, accionistas, proveedores, clientes, sociedad en su conjunto, etc.) sea por medio de una ley o por mutuo acuerdo deberán respetarse en todos sus aspectos; en aquellos casos que estén amparados por una ley, las partes interesadas tienen la posibilidad de obtener una reparación si sus derechos fueran violados.

Si las partes interesadas participan en el proceso del Gobierno Corporativo, deberán tener acceso puntual, preciso y periódico a la información relevante y suficiente.

Con respecto a las prácticas ilegales o no éticas, las partes interesadas, en particular los empleados como sus órganos representativos, podrán manifestarlas libremente al consejo sin que sus derechos se vean comprometidos.

El Gobierno Corporativo debería de estar enmarcado, de forma tal que en casos de insolvencia por parte de la empresa, exista un accionar plasmado en políticas concretas, claras, eficientes y a su vez rápidas.

#### ❖ ***Divulgación de datos y transparencia***

***“El marco para el Gobierno Corporativo deberá garantizar la revelación oportuna y precisa de todas las cuestiones materiales relativas a la sociedad, incluida la situación financiera, los resultados, la titularidad y el gobierno de la empresa.”***

La información a ser divulgada deberá elaborarse de acuerdo a normas de alta calidad en términos contables, de revelación financiera y no financiera, y debería de incluir como mínimo además de los resultados financieros y operativos de la sociedad, los objetivos de la misma, los titulares de los grupos accionarios mayoritarios y sus derechos de voto, la política de remuneraciones aplicada al directorio y alta gerencia así como sus competencias, el proceso de selección y los cargos desempeñados anteriormente. Además como mínimo se debería de revelar acerca de los factores de riesgo que enfrenta la empresa, entiéndase los riesgos operativos, como ser fraudes internos, errores en los procedimientos; el riesgo de mercado en sus facetas principales (riesgo de interés y riesgo de tipo de cambio, el riesgo de precio), el riesgo de crédito, entre otros.

Cualquier código o política de Gobierno Corporativo y las operaciones con partes interesadas, tanto sean empresas vinculadas, empleados u otras partes, también deberán de ser divulgados en forma clara y a través de mecanismos de libre acceso.

La empresa deberá ser objeto de una auditoría anual, realizada por un auditor independiente, competente y calificado, el cual deberá de responder ante los accionistas aplicando la diligencia profesional en dicha auditoría, con el fin de emitir una opinión externa y objetiva acerca de si los estados financieros reflejan en todos sus aspectos materiales, la situación financiera y de los resultados.

❖ ***Las responsabilidades del consejo***

***“El marco para el Gobierno Corporativo deberá garantizar la orientación estratégica de la empresa, el control efectivo de la dirección ejecutiva por parte del Consejo y la responsabilidad de éste frente a la empresa y los accionistas.”***

El consejo directivo a los efectos de cumplir con su cometido, deberá de actuar con un alto compromiso con la ética y tratando de que los accionistas tengan un tratamiento justo en lo que tiene que ver con sus requerimientos, así mismo deberán contar con toda la información de buena fe existente priorizando el interés de la sociedad y de los accionistas.

Sus principales cometidos son, realizar la revisión de la estrategia de la empresa, de los principales planes, presupuestos, establecimientos de metas así como también la supervisión de los principales usos y fuentes de fondos en lo que tiene que ver con las inversiones y desinversiones. También deberá controlar que tan eficaces son las prácticas de gobierno y la introducción de cambios si fuese necesario.

En cuanto a su integración, el consejo tendrá la potestad de seleccionar a sus integrantes, fijarles la remuneración, controlar su actuación, determinar la sustitución de los principales directivos, considerando además sus planes de sucesión. Estas retribuciones deberán estar alineadas con los intereses de la sociedad y sus accionistas a largo plazo.

Deberá controlar y gestionar los conflictos de intereses directos entre los miembros del consejo y accionistas velando por la mayor transparencia. Este consejo puede considerar la necesidad de designar miembros no ejecutivos, a saber aquellos miembros no vinculados con la gestión de la empresa, a los efectos de realizar juicios en aquellos casos en que exista un conflicto potencial de intereses, garantizar la integridad de los sistemas, la presentación de informes financieros como no financieros, la verificación de operaciones con partes vinculadas y el nombramiento de directivos, consejeros y sus correspondientes retribuciones.

El directorio deberá seleccionar sus miembros con la mayor formalidad posible, priorizando la transparencia del proceso de selección. Si se designan comisiones en la interna del consejo para diferentes asuntos, deberá ser claro y transparente cuales serán los procedimientos de trabajo así como también quiénes integrarán dichas comisiones.

En cuanto a la información éste deberá garantizar la integridad de los sistemas de información, los informes contables y financieros, siendo su responsabilidad la disponibilidad de controles que salvaguarden dicha información, teniendo en cuenta la normativa vigente aplicable, supervisando la comunicación de los mismos. Es importante destacar que la información necesaria para cumplir con sus tareas debe ser precisa, relevante y oportuna.

## **2.4 - El Gobierno Corporativo en el ámbito privado**

A continuación abordaremos el Gobierno Corporativo en el ámbito privado desde dos enfoques diferentes, uno para empresas cotizadas a las que también denominaremos como empresas bursátiles, las cuales se caracterizan por emitir y/o cotizar valores en las bolsas de valores, y otro para empresas no cotizadas.

### **2.4.1 - Empresas cotizadas**

Según nuestra legislación y más precisamente la ley 16.060, las sociedades anónimas pueden ser abiertas o cerradas. Serán abiertas aquellas sociedades que recurran al ahorro público para la integración de su capital fundacional o para aumentarlo, coticen sus acciones en bolsa o contraigan empréstitos mediante la emisión pública de obligaciones negociables. También serán abiertas las sociedades controladas o controlantes si alguna de ellas fuera abierta.<sup>14</sup>

La sociedad cotizada es un tipo especial de sociedad anónima, la cual se divide en sociedades anónimas abiertas y sociedades anónimas cerradas. Dentro de las sociedades anónimas abiertas nos encontramos con las sociedades cotizadas.<sup>15</sup>

Las sociedades anónimas abiertas se caracterizan por tener un número elevado de accionistas, siendo lo más importante la aportación de capital y no las características personales de los socios, en contraposición con las sociedades anónimas cerradas.<sup>16</sup>

Las sociedades cotizadas tienen las mismas características de las sociedades anónimas abiertas y además se particularizan por la negociación de sus acciones en un mercado de valores. Esto les permite tener un mayor poder de negociación, así como facilitar los procesos de inversión y desinversión de sus acciones.<sup>17</sup>

El buen gobierno de estas empresas es fundamental ya que de acuerdo a sus características estas organizaciones recurren diariamente al ahorro público para financiar sus inversiones, tanto sea a través de venta de acciones o emisión de obligaciones negociables. Esto ha sido objeto de preocupación a nivel mundial, por lo que muchos países han elaborado modelos de Gobierno Corporativo enfocados principalmente a las sociedades cotizadas.

---

<sup>14</sup> “Sociedades anónimas abiertas y cerradas” - Virginia Bado Cardozo & Carlos López Rodríguez.

<sup>15</sup> “Las sociedades cotizadas: noción y estatuto jurídico” – Alberto Javier Tapia Hermida – Departamento de derecho mercantil, Facultad de Derecho, Universidad Complutense de Madrid (Enero 2010).

<sup>16</sup> *Ibíd.*

<sup>17</sup> *Ibíd.*

A continuación, mencionaremos los aspectos más significativos de algunos de los principales modelos de Gobierno Corporativo que fueron surgiendo en distintos países, enfocados a sociedades cotizadas:

### **Informe Cadbury (1992)<sup>18</sup>**

El primero en el mundo fue el informe Cadbury en el año 1992 en Reino Unido, el cual establece como deben ser controladas y dirigidas las sociedades, permitiendo, no solamente proteger los intereses de los accionistas, sino también mejorar la transparencia y eficiencia de las empresas y de los mercados, con la finalidad de generar la confianza de los inversores en los mercados bursátiles.

Si bien este es un código de adhesión voluntaria, las empresas que cotizan en la bolsa de Londres están obligadas a hacer referencia al cumplimiento o no de sus recomendaciones en sus informes anuales.

En el caso de incumplimiento de alguna o algunas de las recomendaciones, se deben comentar los motivos del por qué no se cumplieron, en el contexto de la junta general de accionistas.

El código Cadbury está dirigido fundamentalmente al consejo de administración y a la confección de informes financieros.

Con respecto al consejo de administración, recomienda la separación entre el cargo de presidente y el primer ejecutivo de la empresa. Se opta por la existencia de consejeros independientes nombrados oficialmente y remunerados. Es el consejo de administración quien nombra al comité de auditoría y establece su remuneración, la que en el caso de los consejeros tiene que ser pública.

En cuanto a los informes financieros, los consejeros tienen la obligación de informar sobre la efectividad y el buen funcionamiento de los procedimientos de control. El comité de auditoría es el encargado de establecer los procedimientos concretos sobre gestión.

Es importante señalar que en mayo de 1995 el comité Cadbury publicó un informe de seguimiento del código en el que se comenta que los consejeros son cada vez más conscientes de su responsabilidad, que ha habido un notorio aumento de consejeros independientes desde la aparición del código y que los comités han tratado asuntos que antes no se estudiaban.

---

<sup>18</sup> “El gobierno de las sociedades cotizadas en España” – Ángel Borrego Rodríguez y Pedro Francés – Universidad Complutense de Madrid (2000).  
Trabajo monográfico “Las buenas prácticas de Gobierno Corporativo. Una respuesta a la necesidad de asegurar transparencia y confiabilidad a los mercados” (Diciembre 2003).

Al comité Cadbury le siguió el comité Greenbury sobre remuneración de consejeros y ejecutivos y en el año 1998 el informe Hampell, con la intención de reformar los dos anteriores.

### **Informe Vienot (1995)<sup>19</sup>**

El Informe Vienot se elaboró en Francia en 1995, este a través de sus recomendaciones busca aumentar la confianza de los inversores en los órganos sociales de las empresas y analizar si es necesario modificar los textos legales referidos al consejo de administración.

En este informe se regulan en forma excesiva los derechos y obligaciones de los administradores, indicando su deber de actuar siempre en interés de la sociedad, la comunicación de cualquier situación que implique conflicto de intereses con la compañía, la abstención del uso de información privilegiada, la publicación de las retribuciones de los consejeros, establecer que al menos la mitad de los miembros del consejo sean independientes, entre otros temas.

En 1999 este informe se actualizó dando lugar al informe Vienot II.

En 2002 nuevamente fue actualizado con la regulación de las “stock options”<sup>20</sup>, derechos de compra sobre acciones, que suelen ser instrumentos muy utilizados con el fin de incentivar a los trabajadores de las empresas, generalmente altos directivos. En esta nueva versión, obliga a que las empresas informen el grado de cumplimiento de estas medidas a través de la publicación de un informe anual.

### **Informe Peters (1997)<sup>21</sup>**

El informe se realizó en Holanda en 1997, mediante la formación de un comité integrado por miembros representantes de la bolsa de valores, de las compañías listadas en esta, abogados, expertos, contadores y académicos. Dicho comité fue presidido por J.F.M. Peters.

Este es un informe voluntario que en su origen las empresas bursátiles no estaban obligadas a divulgar si cumplían o no con las recomendaciones.

Al efectuar las recomendaciones, el comité consideró la diversidad de las empresas Holandesas tomando en cuenta la envergadura, la diferenciación del producto, la escala de internacionalización y la composición de su accionario.

---

<sup>19</sup> Responsabilidad social y gobierno: información y transparencia - Pedro Rivero Torre – Universidad Complutense de Madrid – Revista Asturiana de Economía (2005).

<sup>20</sup> LG Asesores, España ([www.invertia.com](http://www.invertia.com)).

<sup>21</sup> Responsabilidad social y gobierno: información y transparencia - Pedro Rivero Torre – Universidad Complutense de Madrid – Revista Asturiana de Economía (2005).

Trabajo monográfico “Las buenas prácticas de Gobierno Corporativo. Una respuesta a la necesidad de asegurar transparencia y confiabilidad a los mercados” (Diciembre 2003).

Asimismo fueron considerados temas como el dinamismo del mercado y de las estructuras, ya que estos se encuentran sujetos a continuos cambios, brindando de esta manera las condiciones necesarias para un sólido Gobierno Corporativo que evolucione a la par de dichos cambios.

En 1998, el comité solicitó que se divulgarán en los informes anuales de las empresas cotizantes el grado de cumplimiento de las recomendaciones propuestas.

### **Código de Autodisciplina para las Empresas Cotizadas (1999)**<sup>22</sup>

El Código de Autodisciplina para las Empresas Cotizadas se realizó en Italia en 1999. Con exclusividad para las empresas cotizadas, estableciendo la necesidad de que estas empresas tengan un número suficiente de consejeros independientes. Asimismo se definen con claridad las obligaciones y funciones de los administradores, se prevé la creación de un Comité de remuneraciones, se regulan las operaciones vinculadas y se trata de ofrecer la máxima transparencia e información para los accionistas.

### **Deutscher Corporate Governance (2001)**<sup>23</sup>

El Deutscher Corporate Governance se elaboró en Alemania en 2001. Su principal objetivo es la protección de los pequeños inversores y accionistas, obligando también a las empresas a publicar el grado de cumplimiento de sus medidas a través de un informe anual.

### **Informe Villegas (2001)**<sup>24</sup>

El 28 de mayo de 2001 en Argentina, fue publicado el decreto 677/01, llamado “Ley de transparencia”, también conocido como informe Villegas haciendo alarde a uno de sus redactores el abogado y economista Marcelo Villegas.

El objetivo de esta ley es proporcionar al mercado bursátil la confianza y la seguridad necesarias para funcionar en forma óptima y reducir el costo del capital para los emisores del mercado.

El decreto utiliza muchos de los principios de Gobierno Corporativo de la OCDE, pero además toma en cuenta otros principios de Gobierno Corporativo de los distintos códigos adoptados en los mercados internacionales financieros más importantes. Estos principios,

---

<sup>22</sup> *Ibíd.*

<sup>23</sup> *Ibíd.*

<sup>24</sup> “El nuevo régimen legal sobre transparencia en el mercado de capitales y mejores prácticas de Gobierno Corporativo” - Marcelo Villegas y Mario O. Kenny (2001).

son tenidos en cuenta por los inversores institucionales como prerequisite a la hora de invertir en los mercados emergentes.

La nueva ley de transparencia fortalece los derechos de los accionistas minoritarios, así como también las facultades de la comisión nacional de valores. El decreto contiene además, ciertas normas que actualizan el funcionamiento de los directorios y la asamblea de accionistas.

Por otro lado, se destacan varios aspectos del decreto que apuntan a una regulación más eficiente del mercado de capitales, por ejemplo, el otorgamiento de un estatus legal al denominado “Comité de Auditoría” de las sociedades cuyas acciones son objeto de oferta pública, en el cual la mayoría de sus miembros deben ser directores independientes.

### **Código Unificado de Gobierno (2006)<sup>25</sup>**

Este código fue confeccionado en España en 2006, por un grupo especial de trabajo formado con la finalidad de asesorar a la comisión nacional del mercado de valores (CNMV) en la armonización y actualización de las recomendaciones de los informes Olivencia y Aldama sobre el buen gobierno de las sociedades cotizadas, así como realizar las recomendaciones que estimen pertinentes.

Este código tiene cincuenta y ocho recomendaciones las cuales se pueden agrupar en cuatro categorías, estructura de la propiedad, consejo de administración, derechos de los accionistas y transparencia (económico-financiera).

Las principales características del código unificado de gobierno, que se encuentran implícitas en las cuatro categorías mencionadas precedentemente, podrían resumirse en las siguientes:

#### ***a) Voluntariedad, con sujeción al principio de “cumplir o explicar”***

Este es un código de adhesión voluntaria, por lo que las sociedades cotizadas españolas pueden optar por cumplir o no con las recomendaciones del mismo. Sin embargo, están obligadas a explicar dentro de su Informe Anual de Gobierno Corporativo “el grado de seguimiento de las recomendaciones o en su caso, la explicación de la falta de seguimiento de dichas recomendaciones”

#### ***b) Definiciones vinculantes***

Las sociedades cotizadas españolas para evaluar si cumplen o no con las recomendaciones, a los efectos de exponer en su Informe Anual de Gobierno Corporativo,

---

<sup>25</sup> “Informe del grupo especial de trabajo sobre buen gobierno de las sociedades cotizadas” (2006).

“Código unificado de buen gobierno de las sociedades cotizadas” – Comisión Nacional del Mercado de Valores – España (2006).

deberán respetar los conceptos que el código utiliza para formularlas.

***c) Evaluación por el Mercado***

Los accionistas, inversores y el mercado en general deben evaluar las explicaciones brindadas por las sociedades cotizadas, como justificación para su grado de incumplimiento a las recomendaciones del código.

***d) Generalidad***

El código reconoce la diversidad de las empresas cotizadas españolas, así como el hecho de que no existe un único conjunto de medidas de Gobierno Corporativo que sea apropiado para todas estas empresas, por lo que opta por el principio de “cumplir o explicar”, es decir que en caso de que la empresa no cumpla con alguna o algunas de las recomendaciones, esta deberá explicar el motivo del incumplimiento.

En el 2009 la comisión nacional de valores incluye una serie de modificaciones al código unificado de gobierno con la finalidad de adaptarlo a las recomendaciones realizadas por la comisión europea.

Los cambios se centran en las retribuciones de los consejeros de las empresas cotizadas, establecer límites a las retribuciones variables (bonos) e indemnizaciones por cese, así como también la posibilidad de que las compañías puedan exigir la devolución del bono cuando los administradores no hayan alcanzado los rendimientos previstos.

La finalidad de estas modificaciones es evitar una gestión empresarial de corto plazo, tendencia que los organismos internacionales han identificado como una de las causas de la crisis financiera.

## **2.4.2 - Empresas no cotizadas**

Podemos definir a las sociedades anónimas cerradas como aquellas que no recurren al ahorro público para formar su capital fundacional o para aumentarlo, en contraposición el capital es formado con aportes que realizan los fundadores.<sup>26</sup>

Una empresa no cotizada, se encuentra dentro de las empresas de capital cerrado, y se caracteriza por ser una sociedad anónima en la cual el capital social, representado por las acciones, está normalmente dividido entre pocos accionistas, con importantes obstáculos al ingreso de nuevos propietarios, y al contrario de una [empresa de capital abierto](#) no son comercializadas en los mercados bursátiles.<sup>27</sup>

---

<sup>26</sup> “Sociedades anónimas abiertas y cerradas” - Virginia Bado Cardozo & Carlos López Rodríguez.

<sup>27</sup> “Las sociedades cotizadas: noción y estatuto jurídico” – Alberto Javier Tapia Hermida – Departamento de derecho mercantil, Facultad de Derecho, Universidad Complutense de Madrid (Enero 2010).

Si bien el valor en el mercado de las empresas no cotizadas, es pequeño en relación a las empresas cotizadas, por pequeña que sean las primeras, su valor excede el de sus activos, ya que valen también por el valor de los proyectos que tienen en marcha y de cómo estas afectan a la sociedad en la cual se encuentran inmersas.<sup>28</sup>

Las sociedades anónimas cerradas al ahorro público, se caracterizan porque en ellas suele existir una correlación entre la propiedad del capital y la gestión social, ya que los socios mayoritarios suelen ocuparse de dicha gestión, en forma propia o a través de administradores designados por ellos mismos.<sup>29</sup>

Otras de las características de este tipo de sociedades que las distinguen de las abiertas, son los nexos de unión de tipo familiar o de confianza que existen entre los accionistas, y la frecuente presencia en los estatutos sociales de cláusulas que limitan la enajenación de sus acciones y dificultan el acceso de nuevos accionistas.<sup>30</sup>

Una característica de importancia, es que los accionistas de estas empresas, tienen pocas posibilidades de liquidar en forma rápida y a precio de mercado sus acciones, dado que dichas acciones no se transan en el mercado por lo que es difícil establecer un precio justo y conseguir un comprador dispuesto a pagarlo.<sup>31</sup>

Para el desarrollo en profundidad de este capítulo nos basaremos en distintos informes que ha realizado o en los cuales ha participado activamente, la Corporación Andina de Fomento (CAF). Destacamos la importancia de este organismo internacional, integrado por 18 países de América Latina, El Caribe y Europa, así como por 14 bancos privados de la región andina; por la creciente investigación y difusión de las prácticas de Gobierno Corporativo, la cual fue plasmada en un proyecto al respecto. Cabe mencionar que Uruguay es accionista de CAF desde diciembre de 2001, con el 2,1 % del total del capital suscrito e integrado de CAF al 31 de diciembre de 2009.

En este sentido dicho organismo ha desarrollado e integrado equipos donde se han realizado estudios en la materia, que al igual que otros organismos internacionales plasmó estándares de buenas prácticas para el gobierno de las empresas cotizadas, pero además destacando la importancia de este en todas las empresas, independientemente del tamaño de las mismas, realizando manuales para el Gobierno Corporativo de empresas cerradas y participando en la creación de una guía para sociedades cerradas y de familia.

---

<sup>28</sup> “Las finanzas y el valor de la empresa” Guillermo Calles (Argentina).

<sup>29</sup> “Las sociedades cotizadas: noción y estatuto jurídico” – Alberto Javier Tapia Hermida – Departamento de derecho mercantil, Facultad de Derecho, Universidad Complutense de Madrid (Enero 2010).

<sup>30</sup> *Ibíd.*

<sup>31</sup> “Manual de Gobierno Corporativo para empresas de capital cerrado” – CAF (2006).

En la sintonía anterior, CAF menciona que el desempeño de los participantes va moldeando el Gobierno Corporativo de la empresa y si esta presenta un alto estándar de Gobierno Corporativo va a ser percibida como una empresa más confiable, y de este modo logrará acceder en mejores condiciones a los mercados más exigentes, donde los productos que ofrece la empresa son más aceptados, el sistema financiero brindará mejores condiciones o más favorables para acceder a financiamiento, logrando ampliar el horizonte para sus actividades como para explorar nuevos mercados.

Todos nos preguntamos ¿cuándo las prácticas de buen gobierno de una empresa pueden ser consideradas buenas? al plantearnos esta pregunta, la respuesta a simple vista no parece sencilla. El Gobierno Corporativo nos muestra como una empresa es dirigida y controlada a través de una serie de “reglas de juego” donde los participantes deben acatar a las mismas. Si se cumplen dichas reglas, satisfaciendo a todos los integrantes de la empresa y al público en general, entonces podremos decir que estamos ante un buen Gobierno Corporativo.<sup>32</sup>

Por lo que el buen funcionamiento de estas prácticas es esencial en todas las empresas, independientemente de su tamaño, forma de financiamiento (propio o público) u obligación legal, dado que ello brindará a los accionistas, personal dependiente, instituciones financieras y público en general, la confianza y transparencia necesarias para que la economía en su conjunto tenga un mejor desempeño.

### **Particularidad del Gobierno Corporativo en las empresas cerradas y de familia**

Dentro de todas aquellas empresas que no cotizan en bolsa, están incluidas las empresas familiares, cuyo capital es cerrado y por su carácter familiar hay poca separación entre la propiedad y la administración.<sup>33</sup>

A continuación procederemos a comentar particularidades de buenas prácticas de gobierno que deberían aplicar las empresas de capital cerrado por sus características en oposición a las empresas abiertas, dichos comentarios son formulados tomando como base el “Manual de Gobierno Corporativo para empresas de capital cerrado” elaborado por CAF en el año 2006.

- 1) En relación a los derechos y trato equitativo de los accionistas, en sociedades cerradas en general los accionistas cuentan con pocas posibilidades de vender sus acciones en forma rápida y a valor de mercado. Aun aunque podría decirse que en estas sociedades los accionistas podrían llegar a vender sus acciones sin previa autorización de los restantes, al no poder transar en el mercado, los mismos tendrán serias dificultades para venderlas a un precio justo y poder encontrar un comprador dispuesto a pagar el mismo. Dadas estas limitaciones, la protección de

---

<sup>32</sup> “Gobierno Corporativo: lo que todo empresario debe saber” – CAF (2005).

<sup>33</sup> “Manual de Gobierno Corporativo para empresas de capital cerrado” – CAF (2006).

los derechos de los accionistas en las sociedades cerradas es considerada como un derecho sumamente importante.

La protección anteriormente mencionada, deberá plasmarse en medidas en cuanto al principio de igualdad de voto, el que consta en buscar la representación proporcional en la toma de decisiones de la empresa, evitando que existan acciones preferentes que otorguen más o menos derechos que la cantidad de acciones de la que los accionistas son tenedores, buscando reconocer ante todo el derecho de que una acción es igual a un voto.

- 2) Para evitar la situación desfavorable de los accionistas que pudieran ser perjudicados, frente a transacciones extraordinarias, como fusiones y venta de partes sustanciales del activo social, en los estatutos debe especificarse, la necesidad de que estas operaciones sean informadas a los accionistas en forma adecuada y oportuna, y además establecer los mecanismos mediante los cuales los accionistas minoritarios puedan tener las mismas oportunidades que los controlantes ante situaciones de venta de sus acciones.
- 3) Con respecto a las Asambleas de accionistas, una particularidad de las empresas cerradas y de familia es que las mismas carecen muchas de la formalidad en cuanto a su realización. Dicha característica se presenta como un obstáculo en particular para las empresas de origen familiar, cuando las mismas se plantean nuevos horizontes, en pos de su crecimiento.

Es por lo anterior que merece especial atención el cuidado que se presta a la formalidad de dichas Asambleas, ya que en ellas se aprobará gran parte de las decisiones de mayor importancia en las empresas.

- 4) Otra característica peculiar de estas empresas, es que los directorios están compuestos por los mismos dueños (accionistas) o personas de confianza en representación de estos; siendo importante a los efectos de mejorar su eficacia, que los mismos estén integrados con personas con las competencias profesionales necesarias para su gestión (experiencia, conocimientos técnicos, del sector, etc.).
- 5) Como hemos mencionado anteriormente, las empresas no cotizadas, no cuentan con un valor de mercado definido, por lo que es de suma importancia que los estados contables sean preparados de acuerdo a los estándares generalmente aceptados, a los efectos de reflejar la situación financiera y de resultados de estas, y de este modo constituir a una primera aproximación de su valor real.

Para respaldar la veracidad en la realización de dichos estados contables, se torna imprescindible que los mismos sean objeto de una auditoría externa e

independiente, ya que muchas veces serán una carta a favor ante posibles inversionistas.

Como hemos mencionado anteriormente, las empresas familiares componen una gran porción de las empresas cerradas es por ello que entendemos importante destacar brevemente las causas de la mortalidad de este tipo de empresas, muchas de las cuales se deben a malas prácticas de Gobierno Corporativo.

Diversos estudios han demostrado que con el avance de las generaciones, un tercio de las empresas familiares desaparece y que a la tercera generación solo un escaso porcentaje sobrevive. Se distinguen como causas de la desaparición las siguientes<sup>34</sup>:

- Falta de planeación oportuna y adecuada del desarrollo del negocio.
- Escasa formalidad y solidez de la estructura organizacional, los procedimientos y documentación en general.
- Escasa participación de personas externas a la familia.
- Lucha por el poder entre los miembros de la familia, sobre todo a partir de la segunda generación.
- No se lleva a cabo una buena preparación del proceso de sucesión.

Según los expertos uno de los principales factores que causan dicha desaparición, sería no resolver adecuadamente los retos de la sucesión del poder de generación a generación. Dentro de dicha sucesión familiar hay una serie de aspectos altamente emocionales que se superponen a la dinámica complicada de una sucesión.

Para minimizar las tensiones familiares y realizar una correcta sucesión entre las generaciones sólo es posible si se encara de manera explícita, formal y alineada.

La sucesión en la empresa familiar necesita dos mecanismos, el plan de sucesión y un protocolo familiar.

El protocolo de familia es un documento donde se establece claramente la visión, la misión, los valores y las políticas que regulan la relación de cada integrante de la familia con la empresa, por lo que el consejo de familia deberá suscribir dicho protocolo. En el mismo se expresa de forma voluntaria por parte de la familia propietaria de la sociedad su intención de regular las relaciones entre la familia y la empresa. Hay que tener en cuenta que existen dos entes, la familia y la empresa, por lo que tienen puntos en común y deben distanciarse para no trasladar los aspectos de uno al ámbito del otro.

Para ello es de suma importancia que los familiares deben comprometerse a diferenciar entre la propiedad, la dirección de sus negocios y el trabajo propiamente dicho. De esta manera los familiares deben obligarse a no involucrar sentimientos personales en su actuación como miembro del Directorio y de la Alta Gerencia.

---

<sup>34</sup> “Empresas Familiares: Mortalidad vs Permanencia” – C.P.C. Ernesto Castañeda Merino – México (2005).

Cabe mencionar que los modelos elaborados de Gobierno Corporativo que fueron diseñados en exclusividad para empresas cotizantes, dejando de lado las particularidades de estas, dichos modelos pueden ser adaptados a todo tipo de empresas.

## **2.5 - El Gobierno Corporativo en el ámbito público**

A pesar de que las teorías y los modelos de Gobierno Corporativo han sido diseñados prestando especial atención a las empresas privadas, y en particular a las que operan en los mercados bursátiles, para los distintos organismos integrantes del sector público dada la complejidad de los mismos su aplicación tomando en consideración las particularidades del sector, se torna fundamental a efectos de mejorar el desempeño de los mismos.

Pese a la creciente privatización de los servicios prestados por los estados, hasta nuestros días en muchos países las empresas de control estatal cuentan con una gran importancia en las economías, proveyendo a la población de servicios tales como energía, agua, transporte, telecomunicaciones; sectores esenciales que contribuyen en gran medida para el crecimiento del Producto Interno Bruto (PIB) de un país.

### **2.5.1 - Conceptualización de Estado y Empresa pública**

El diccionario de la Real Academia Española, define al Estado como el conjunto de los órganos de gobierno de un país soberano y a Empresa pública como aquella creada y sostenida por un poder público.

Una definición de Estado en nuestro país, la formuló el profesor Horacio Cassinelli Muñoz, quien definió al Estado en dos sentidos, uno estricto y el otro amplio; en sentido estricto lo define como una persona jurídica, con sus derechos y obligaciones y considerándolo como un ente distinto de los habitantes, ya que existen derechos y obligaciones que no son de los integrantes del gobierno y tampoco de los habitantes, si no del estado como persona jurídica independiente.

La calidad de persona jurídica del Estado, explica el autor, resulta de nuestra constitución, más precisamente del artículo 24, “El Estado, los Gobiernos Departamentales, los Entes Autónomos, los Servicios Descentralizados, y en general todo órgano del Estado, serán civilmente responsables por el daño causado a terceros, en la ejecución de los servicios públicos, confiados a su gestión o dirección”.

Por otra parte el Estado en sentido amplio, es definido por el autor ya no como una persona jurídica, sino como una organización más compleja que la persona jurídica

Estado, que la comprende, pero que comprende además otras personas jurídicas también estatales como ser, los Gobiernos Departamentales, los Servicios Descentralizados y los Entes Autónomos. Para finalizar Cassinelli justifica al Estado en sentido amplio a través de la explicación del propio artículo 24 y nos recuerda que luego de mencionar a todas esas personas jurídicas estatales, dice “y en general, todo órgano del Estado”, quedando abierta la posibilidad que la ley cree otras personas jurídicas que no sean ni el Estado Central, ni un Gobierno Departamental, ni un Ente Autónomo, ni un Servicio Descentralizado, pero que la ley las coloque dentro del Estado en sentido amplio, a tales personas jurídicas estatales se les aplicarían las disposiciones constitucionales sobre el Estado en este sentido.<sup>35</sup>

La estructura de nuestro estado, así como lo mencionaba Cassinelli, está compuesta por una serie de organismos que la convierten en una red compleja. Dentro de esta red encontramos a los Entes Autónomos y Servicios Descentralizados. Los Entes Autónomos en nuestro país los constituyen los siguientes: Usinas y Transmisiones Eléctricas (UTE), Administración Nacional de Combustible, Alcohol y Portland (ANCAP), Administración de los Ferrocarriles del Estado (AFE), Pluna Ente Autónomo (PLUNA), Instituto Nacional de Colonización (INC), Banco de la República Oriental del Uruguay (BROU), Banco Hipotecario del Uruguay (BHU), Banco Central del Uruguay (BCU), Banco de Seguros del Estado (BSE), Banco de Previsión Social (BPS), Universidad de la República y Administración Nacional de la Educación Pública (ANEP) .

Por otra parte los Servicios Descentralizados son prestados por los siguientes organismos: Administración Nacional de Puertos (ANP), Administración Nacional de Telecomunicaciones (ANTEL), Administración de las Obras Sanitarias del Estado (OSE), Instituto del Niño y Adolescente del Uruguay (INAU), Dirección Nacional de Correos, Administración de los Servicios de Salud del Estado (ASSE) y Agencia Nacional de Vivienda.

La estructura anteriormente mencionada, la podemos sintetizar en el organigrama que transcribimos a continuación:

---

<sup>35</sup> Derecho Público, Horacio Cassinelli Muñoz 2002, Págs. 8 y 9.





**REPUBLICA ORIENTAL DEL URUGUAY**  
**ORGANIGRAMA INSTITUCIONAL DEL ESTADO**

PODER LEGISLATIVO	PODER EJECUTIVO	PODER JUDICIAL	CORTE ELECTORAL	TRIBUNAL DE CUENTAS	TRIBUNAL DE LO CONTENCIOSO
-------------------	-----------------	----------------	-----------------	---------------------	----------------------------

**MINISTERIOS (ADMINISTRACION CENTRAL)**

INTERIOR	ECONOMIA Y FINANZAS	DEFENSA NACIONAL	TRANSPORTE O. PUBLICAS	SALUD PUBLICA	GANADERIA A. Y PESCA	TRABAJO Y S.SOCIAL	INDUSTRIA E. Y MINERIA	RELACIONES EXTERIORES	EDUCACION Y CULTURA	TURISMO Y DEPORTE	VIVIENDA O.T y M.A.	DESARROLLO SOCIAL
----------	---------------------	------------------	------------------------	---------------	----------------------	--------------------	------------------------	-----------------------	---------------------	-------------------	---------------------	-------------------

**OFICINAS DEPENDIENTES DE LA PRESIDENCIA DE LA REPUBLICA**

OFICINA DE PLANEAMIENTO Y PRESUPUESTO	OFICINA NACIONAL DEL SERVICIO CIVIL
---------------------------------------	-------------------------------------

**SERVICIOS DESCENTRALIZADOS**

ANTEL	A.N. PUERTOS	A.N. CORREOS	INAU	ANV	OSE	ASSE
-------	--------------	--------------	------	-----	-----	------

**ENTES AUTONOMOS**

BANCO CENTRAL	BANCO REPUBLICA	BANCO SEGUROS	AFE	PLUNA	INC	BPS	ANCAP	UTE	ANEP	UNIVERSIDAD REPUBLICA	BANCO HIPOTECARIO
---------------	-----------------	---------------	-----	-------	-----	-----	-------	-----	------	-----------------------	-------------------

**INTENDENCIAS MUNICIPALES**

ARTIGAS	CANELONES	COLONIA	C.LARGO	DURAZNO	FLORES	FLORIDA	LAVALLEJA	MALDONADO	MONTEVIDEO
---------	-----------	---------	---------	---------	--------	---------	-----------	-----------	------------

PAYSANDU	R.NEGRO	RIVERA	ROCHA	SALTO	S.JOSE	SORIANO	TACUAREMBO	T.YTRES
----------	---------	--------	-------	-------	--------	---------	------------	---------

**2.5.2 - Principales características de las empresas públicas que las diferencian de las privadas**

Dentro de los Entes Autónomos y Servicios Descentralizados mencionados precedentemente, encontramos varias instituciones que podemos denominar como empresas públicas o de control estatal, de las que pasaremos a continuación a destacar sus principales características y diferencias con las empresas del sector privado:<sup>36</sup>

<sup>36</sup> V Jornadas de Auditoría Interna, Instituto Uruguayo de Auditoría Interna (IUAL), Setiembre 2009.

- ✓ **Objetivos:** Los objetivos de las empresas públicas pueden llegar a ser múltiples e incluir aspectos no comerciales dado que las mismas han sido creadas para satisfacer el interés público y de esa forma brindar bienestar a la sociedad en su conjunto, en contraposición a las empresas privadas, en las que en su mayoría tienen un cometido puramente lucrativo, logrado a través de la maximización del valor para los accionistas propietarios de las mismas.
- ✓ **Decisiones:** Debido a la burocracia de las organizaciones públicas, traducidas en el tamaño de las mismas que se ve reflejada en una excesiva cantidad de empleados, y por consiguiente mandos decisorios, los procesos de toma de decisiones se tornan lentos y acorde a procedimientos, prevaleciendo la formalidad en los mismos. Sin embargo el sector privado cuenta con una mayor capacidad decisoria por razones principalmente de tamaño, los responsables de las decisiones son pocas personas, siendo fácil tanto la adjudicación de la responsabilidad decisoria así como la obligación de rendir cuentas por las decisiones tomadas.
- ✓ **Legitimidad:** Las empresas públicas son legítimas por vía democrática, desde su creación, y en todos sus actos posteriores, están regulados por leyes de distinta jerarquía, pero leyes al fin. En contraposición la legitimidad de las empresas privadas puede decirse que se encuentra en la génesis de las mismas, ya que el fin para el cual han sido creadas es producto de la voluntad de los particulares (propietarios) por la obtención de un lucro para su beneficio propio.
- ✓ **Quiebra:** Las empresas del Estado se encuentran por lo general protegidas ante el riesgo de quiebra, pudiéndose llegar a decir que las empresas estatales no quiebran, ya que las mismas se encuentran respaldadas por el Estado y los recursos del que dispone. No caben muchos comentarios al sector privado en este asunto, ya que no sólo la quiebra se configura en las empresas del sector, si no que la figura de la quiebra, se encuentra prevista en las diversas legislaturas de los países.

### **2.5.3 - El Gobierno Corporativo en empresas públicas**

Como vimos anteriormente, las empresas de control estatal cuentan con una serie de particularidades por las cuales la aplicación de prácticas de Gobierno Corporativo se convierte en una tarea compleja. Diversos autores e instituciones han mencionado algunos de los problemas en los que se encuentran las empresas públicas a la hora de poner en marcha un sistema eficaz de Gobierno Corporativo. La Corporación Andina de Fomento (CAF), en “Buenas prácticas de Gobierno Corporativo en las empresas con capital público” (Abril 2008), ha expuesto que las empresas públicas enfrentan como problemas de gobierno, entre otros los siguientes: conflictos de interés, falta de claridad en sus

objetivos y mandato, responsabilidades del directorio poco claras, procedimientos de selección de directores no definidos.

En el mismo sentido, el gobierno de Chile a través de su Ministerio de Hacienda, con la convicción de que sus empresas públicas deben ser de categoría mundial en competitividad, eficiencia, innovación, transparencia, rendición de cuentas a sus dueños (todos los chilenos), ha presentado en julio de 2008 los potenciales problemas del Gobierno Corporativo a los que se encuentran expuestas las empresas públicas. Estos potenciales problemas son los siguientes:

- Junta de accionistas difusa, que no ejerce control ni derechos de verdadero dueño.
- Problemas de responsabilidad:
  - Quién responde por una mala gestión de la empresa:  
¿El directorio? ¿Gerentes? ¿Vicepresidente Ejecutivo? ¿Ministros?
  - ¿A quién responden? ¿Al directorio?
  - ¿Cómo responden? ¿Responsabilidad civil, penal, administrativa o política?
- Falta de alineación de incentivos entre los dueños (todos los chilenos) y el directorio.
- Riesgo de caer en manos indebidas o políticamente motivadas.
- Control público ineficaz: información sobre marcha de la empresa de mala calidad y divulgada a destiempo.

Otra particularidad importante que es traducida en un problema de gobierno, es destacada por Xavier Vives<sup>37</sup>, el autor menciona que en las empresas públicas existe un doble problema de agencia, ya que a los conflictos de intereses entre la dirección y los propietarios de una empresa, se le suma el comportamiento interesado de los políticos o burócratas en relación a la ciudadanía en su conjunto, representada en los parlamentos, lo que puede derivar en un excesivo intervencionismo político como en una pasividad excesiva por parte del Estado, dependiendo de las circunstancias y de los actores.

En la misma perspectiva el autor agrega que a lo anterior se le suman los conflictos de intereses que ocurren entre el Estado en su papel de propietario de la empresa pública y a la misma vez como regulador y comprador o suministrador de bienes y servicios de la empresa. El Estado en su papel de regulador y regulado, dice el autor, proporciona oportunidades para la existencia de discriminación entre empresas o tratos de favor.

Por su parte la OCDE, entiende que las dificultades de Gobierno Corporativo de las empresas de control estatal son consecuencia del hecho de que éstas, incluyen una compleja cadena de factores (administración, consejo, entidades propietarias, ministerios, gobierno) sin principios claros y fácilmente identificables o simplemente inexistentes.

Es por lo anterior que dicho organismo realiza una serie de lineamientos de Gobierno Corporativo para las empresas de control estatal.

---

<sup>37</sup> IESE Business School de la Universidad de Navarra, España, en su estudio “El buen gobierno de las empresas públicas” (febrero 2007)

### **2.5.3.1 - Directrices de la OCDE sobre Gobierno Corporativo para empresas de control estatal**

En el año 2005 la OCDE emite sus lineamientos de Gobierno Corporativo para empresas públicas, con la finalidad de mejorar el desempeño de dichas empresas, lo cual será fundamental para asegurar una contribución positiva para la eficiencia económica y competitividad general de los países.

A continuación expondremos la explicación que ha brindado la CAF acerca de cada uno de estos lineamientos desarrollados por la OCDE:

❖ ***Asegurar una estructura reguladora y legal efectiva para empresas de propiedad del Estado.***

***“La estructura reguladora y legal de las empresas de propiedad del Estado debe asegurar un nivel de igualdad en mercados donde empresas de propiedad estatal y empresas del sector privado puedan competir, de forma de evitar distorsiones de mercado. La estructura debe estar alineada y ser totalmente compatible con los Principios de Gobierno Corporativo de la OCDE”.***

El marco Legal y Regulatorio que aplican las empresas de propiedad del Estado debe asegurar que éstas compitan bajo los mismos términos que las empresas del sector privado, a través de los siguientes aspectos:

- Separar el rol del Estado como propietario del rol como regulador. La regulación y su supervisión y control no debe ser discriminatoria.
- El alcance de las obligaciones y responsabilidades de las empresas públicas deben ser claras.
- Permitir flexibilidad en la estructura de capital de las empresas públicas, asegurándose que tengan acceso a fuentes de financiamiento competitivas.
- Las relaciones entre las diversas empresas propiedad del Estado deben darse puramente en términos comerciales.

❖ ***El Estado en calidad de propietario***

***“El Estado debe actuar como un propietario informado y activo, y establecer una política de propiedad clara y consistente, asegurando que el gobierno de las empresas de propiedad estatal sea desempeñado de manera transparente y responsable, con el nivel necesario de profesionalismo y eficiencia.”***

El Estado debe actuar como un accionista informado y activo, asegurándose que las empresas en las que participa se manejen con niveles de transparencia y profesionalismo adecuado, y se verá plasmado a través de lo siguiente:

- Establecer una política clara y consistente de propiedad sobre las empresas estatales, incluyendo sus objetivos y su Gobierno Corporativo (identificación de entes responsables).
- Deben preverse claramente las instancias de rendición de cuentas.
- Reducir la interferencia política en las decisiones gerenciales del día a día.
- Permitir que los Directorios ejerzan sus responsabilidades y se respete su independencia.
- Debe ejercer sus derechos como propietario de acuerdo con la estructura legal de cada ente público como por ejemplo en cuanto a votación, nominación de directores, monitoreo, etc.

❖ ***Tratamiento equitativo de los accionistas.***

***“El Estado y las empresas de propiedad estatal deben reconocer los derechos de todos los accionistas y, en conformidad con los Principios de Gobierno Corporativo de la OCDE, asegurar su tratamiento equitativo e igual acceso a las informaciones corporativas.”***

La CAF explica que para que las empresas estatales aseguren un trato equitativo y el acceso a la información a todos los accionistas, éstas deberán de cumplir con ciertas pautas que mencionamos a continuación:

- La entidad responsable de la propiedad de las empresas públicas debe asegurar un trato equitativo a los accionistas.
- Las empresas deben presentar un alto grado de transparencia hacia los accionistas.
- Las empresas deben desarrollar una política clara de comunicación y consulta hacia los accionistas.
- La participación de accionistas minoritarios en las Asambleas Generales de Accionistas deben ser promovidas, a fin de permitir su participación en la toma de decisiones de la organización.

❖ ***Relaciones con partes interesadas***

***“La política de propiedad estatal debe reconocer plenamente las responsabilidades de las empresas de propiedad estatal para con las partes interesadas y solicitar que informen sobre las relaciones con esas partes”.***

Bajo este principio las empresas públicas deben reconocer, a través de políticas claras, sus responsabilidades hacia los diversos grupos de interés:

- Los gobiernos y las empresas estatales deben reconocer y respetar los derechos de los grupos de interés, establecidos por la ley o por acuerdos diversos.
- Las empresas estatales grandes y/o listadas y aquellas con objetivos públicos de importancia, deben reportar sobre su relación con los grupos de interés.
- Los Directorios de estas empresas deben implementar y comunicar sus códigos de ética y su cumplimiento.

❖ ***Transparencia y divulgación***

***“Las empresas de propiedad estatal deben observar elevados patrones de transparencia en conformidad con los principios de Gobierno Corporativo de la OCDE”.***

La CAF entiende que este principio debería de estar enfocado a los siguientes aspectos:

- La entidad responsable de la propiedad de las empresas estatales debe desarrollar reportes periódicos sobre su desempeño.
- Fortalecer los procedimientos y sistemas de control interno, que a su vez sean monitoreados por el directorio.
- Estar sujetos a auditorías externas independientes basadas en estándares internacionales.
- Informar de manera pública aspectos críticos de su Gobierno Corporativo incluyendo cualquier asistencia financiera recibida por parte del Estado y sus transacciones con entidades relacionadas.

❖ ***Las responsabilidades de los consejos de las empresas de propiedad estatal***

***“Los consejos de empresas de propiedad estatal deben tener la autoridad, competencias y objetividad necesarias para la realización de sus funciones de conducción estratégica y monitoreo de la administración. Deben de actuar con integridad y ser responsables por sus acciones”.***

Los directorios de empresas públicas a los efectos de cumplir con dicho principio deberán de respetar lo siguiente:

- El Directorio debe recibir un mandato claro con respecto a sus responsabilidades en el desempeño de la compañía.
- La composición del Directorio debe permitir que ejerzan un juicio claro e independiente.
- Los Directorios deben realizar procesos anuales de evaluación a fin de determinar su nivel de efectividad.

Para finalizar este capítulo de Gobierno Corporativo en empresas públicas, mencionaremos una frase que ha expuesto el Lic. Carlos Zarlenga<sup>38</sup>: “Gobernar una entidad pública no es administrar una empresa, pero el gobierno de las entidades públicas puede adoptar técnicas de la administración de empresas, a los efectos de generar una nueva gerencia pública”.

## **2.6 - Gobierno Corporativo en América Latina**

La importancia del Gobierno Corporativo en América Latina, se debe a las características propias de la región. La privatización de las empresas de control estatal ha generado que los países en Latinoamérica se hayan vuelto dependientes de las empresas privadas para la generación de empleo, el desarrollo de las economías locales y el crecimiento de la competitividad en los mercados internacionales, generar ingresos impositivos y suministrar a los consumidores productos y servicios.<sup>39</sup>

Una de las particularidades más importante de la región es la falta de protección legal o contractual plasmada en los estatutos sociales de los accionistas minoritarios, frente a los mayoritarios, dejando en manos de estos últimos la toma de control de las empresas; teniendo como consecuencia Gobiernos Corporativos ineficientes. En este marco, la teoría de agencia clásica no aplica, ya que el problema de agencia no es entre accionistas y altos ejecutivos, si no entre accionistas mayoritarios y minoritarios, donde los primeros intentan mantener el control a través de diferentes mecanismos como por ejemplo, trabajar en la alta gerencia, integrar los Directorios, limitando el intercambio de acciones y formando bloques de accionistas para la toma de decisiones.<sup>40</sup>

Lo anterior se agrava ya que en los países latinoamericanos es posible la emisión de distintas clases de acciones, algunas con derecho a voto, otras con algunas restricciones a ejercer el derecho de voto y otras sin derecho.<sup>41</sup>

A continuación detallaremos las características más importantes de las economías de la región que ha desarrollado la OCDE<sup>42</sup>:

---

<sup>38</sup> V Jornadas de Auditoría Interna, Instituto Uruguayo de Auditoría Interna (IUAI), Setiembre 2009.

<sup>39</sup> OCDE - “White Paper sobre Gobierno Corporativo en América Latina” (2004).

<sup>40</sup> Prácticas de Gobierno Corporativo en América Latina – Marisela Santiago Castro (Universidad de Puerto Rico), Cynthia J. Brown (Universidad de Texas Pan American, USA) y Aníbal Báez-Díaz (Universidad de Puerto Rico) – Revista Latinoamericana de Administración (2009).

<sup>41</sup> *Ibíd.*

<sup>42</sup> OCDE - “White Paper sobre Gobierno Corporativo en América Latina” (2004).

✓ Privatización

Existe un cambio en la división de responsabilidades entre los sectores públicos y privados, desde las décadas del '80 y '90 que han demostrado la importancia de que el sector privado debe suministrar a la ciudadanía la mayor parte de los bienes y servicios.

✓ Concentración de la propiedad, control definido y la necesidad de capital

El alto grado de concentración en la propiedad es la característica que prima en las empresas latinoamericanas, ya sean cotizadas o no cotizadas, priorizando el interés familiar en el control de dichas empresas. De este modo los accionistas mayoritarios son la fuente principal de financiamiento, sin embargo ante situaciones en las que dichos accionistas no pudieran cubrir dichas necesidades financieras, las empresas deberían de mejorar sus estructuras de Gobierno Corporativo, en pos de cumplir con los requisitos requeridos por las fuentes externas de financiamiento, ya sean locales o internacionales.

✓ Reestructuración del sistema bancario

La propiedad de los bancos ha sido cambiada, perdiendo protagonismo el Estado como principal proveedor de servicios bancarios, sumado a la internacionalización de las bancas locales, que anteriormente estaban relacionadas a grupos industriales locales.

✓ Regionalización, internacionalización y la importancia de las empresas multinacionales

Aunque los lazos económicos con los grandes mercados desarrollados (Europa, América del Norte y Japón) y las empresas multinacionales, permanecen con importante presencia en América Latina, se ha formado una nueva integración transfronteriza entre los países de la región y fuera de la misma, lo que dificulta muchas veces hablar de países independientes económicamente.

✓ Mercado de capitales locales limitados y la creciente importancia de la cotización oficial en el exterior

Se ha reducido la cantidad de compañías que cotizan en las bolsas de valores locales, debido a la creciente internacionalización de las industrias y finanzas en América Latina.

✓ Planes de pensiones obligatorios de administración privada

En la región los fondos de pensión son los inversionistas institucionales por excelencia, y del grado de cumplimiento en cuanto a transparencia y prácticas de Gobierno Corporativo, a los efectos de maximizar los rendimientos de las inversiones que llevan a cabo, va a depender las futuras mejoras en este tema.

### **2.6.1 - Primeros indicios de Gobierno Corporativo en América Latina<sup>43</sup>**

A continuación desarrollaremos brevemente los principales y primeros indicios de Gobierno Corporativo en los países de la región:

Argentina: La iniciativa en la materia de este país fue en el año 2001 a través de una Ley de reforma de los mercados de capital, en la cual se incluyen varios asuntos de Gobierno Corporativo. Agregado a lo anterior, en el año 2002, dos asociaciones privadas establecieron el Instituto Argentino para el Gobierno de las Organizaciones (IAGO), con el fin de plantear asuntos sobre Gobierno Corporativo y capacitar a Directores en la materia.

Bolivia: En el año 2002 se promulgó una ley exclusiva para las empresas públicas que fueron privatizadas, que involucra diversos aspectos acerca del tema. En relación a la actividad privada no se han implementado grandes avances en materia de buenas prácticas.

Brasil: El instituto Brasileño de Gobierno Corporativo (IBGC), en abril del 2001, ha emitido su código de mejores prácticas actualizando las recomendaciones realizadas en el año 1998.

En el mismo año se aprobó la reforma de la Ley de corporaciones la cual fortalece los derechos de los accionistas y mejora las normas de información y en paralelo se reformó la Ley de la Comisión de Valores del Mercado (CVM), la cual en el año 2002 publicó sus recomendaciones sobre Gobierno Corporativo.

La Bolsa de Valores de San Pablo (BOVESPA), en el año 2001, a los efectos de categorizar a las empresas cotizantes, planteó tres nuevos segmentos de mercado los cuales requieren en forma progresiva de normas más estrictas de Gobierno Corporativo.

Chile: ha sido el primer país que desarrolló grandes reformas legales en materia de Gobierno Corporativo, iniciativa que no ha surgido del sector privado.

A finales del año 2002 se promulgó la Ley de Ofertas Públicas y Gobierno Corporativo, y luego la Superintendencia de Valores y Seguros (SVS), dictó reglamentos complementarios a dicha ley.

---

<sup>43</sup> OCDE - “White Paper sobre Gobierno Corporativo en América Latina” (2004).

Colombia: A nivel público se realizaron numerosas iniciativas reglamentarias y legislativas. En particular en marzo del año 2001, la Comisión de Valores de Colombia decretó una resolución donde se obliga a los emisores que deseen que sus valores sean adquiridos por los fondos de pensión, el relevar en detalle sus prácticas de gobierno.

A nivel privado los esfuerzos por prestar mayor atención a asuntos relacionados con las buenas prácticas empresariales, han sido promovidos por la Confederación de Cámaras de Comercio (Confecamaras), el cual en conjunto con otras instituciones y formando un comité, ha emitido el Código de Gobierno Corporativo Colombiano.

México: En junio de 2001 se aprobó la reforma a la ley del mercado de valores, destacándose la protección a los accionistas minoritarios y una aplicación más estricta de la ley, estableciendo penas a ciertas violaciones de la misma.

Por otra parte pero en el mismo año, el Comité de Coordinación Económica (CEE) tuvo la iniciativa en la creación del Código Mexicano de Prácticas Corporativas, promoviendo la preocupación por asuntos de gobierno dentro de la actividad privada.

Perú: Con base en los principios de la OCDE, en el año 2002, la Comisión Nacional Supervisora de Empresas y Valores (CONASEV), impulsó la publicación de los Principios de Buen Gobierno de las Corporaciones Peruanas. Posteriormente, a mediados del año 2003, se formó el Comité Peruano sobre Gobierno Corporativo, incorporando a la Asociación de Directores Corporativos (ASDIC), a expertos en la materia y a las principales escuelas de negocios de Perú.

Venezuela: La Asociación Venezolana de Ejecutivos (AVE) manifestó su creciente preocupación en este asunto y conjuntamente con otras instituciones, en julio de 2003, publicó un programa para difundir el conocimiento sobre Gobierno Corporativo.

## **2.6.2 - Recomendaciones de la OCDE sobre Gobierno Corporativo en América Latina**

Dado que en el presente trabajo nos basamos en la definición de Gobierno Corporativo brindada por la OCDE, y que muchas de las iniciativas mencionadas precedentemente han tomado en consideración a los principios dictados por este organismo internacional, es que a continuación realizaremos una breve explicación de las recomendaciones sobre Gobierno Corporativo para América Latina que ha realizado el mismo. Estas recomendaciones fueron realizadas en las Mesas Redondas Latinoamericanas celebradas en Brasil (2000), Argentina (2001), México (2002) y Chile (2003) y contaron con la presencia de creadores de política, reguladores, líderes comerciales, inversionistas y expertos en la región y contrapartes de los países de la OCDE.

❖ **Los derechos y tratamiento equitativo de los accionistas**

Se destaca la importancia en la protección de los accionistas minoritarios como principio fundamental a efectos de que todos los accionistas se encuentren en pie de igualdad. Esta equidad se verá plasmada si los accionistas minoritarios, cuentan con los mecanismos legales y estatutarios necesarios y suficientes para poder ejercer sus derechos al igual que los accionistas mayoritarios. Los primeros deberían de poder acceder a la información de la compañía sin trabas de carácter burocrático, elegir a los directores que entienden que los representan, y asistir y participar en forma activa en las Asambleas Generales Ordinarias y Extraordinarias de accionistas. Todo lo anterior bajo el principio de que una acción sea igual a un voto, evitando la emisión de acciones de distinta clase, que pudieran otorgar beneficios desproporcionados a accionistas mayoritarios en la toma de decisiones.

Como hemos mencionado anteriormente, los fondos de pensión en Latinoamérica son los mayores inversores institucionales, y es de ellos de quienes depende la maximización de los rendimientos de los futuros retirados. Los gobiernos latinoamericanos, a través de sus organismos reguladores, deberían de crear leyes que incentiven a estos fondos institucionales a exigir a las empresas en las cuales realizarán sus inversiones, que cuenten con estructuras efectivas de buenas prácticas de gobierno y en las cuales estos puedan ejercer sus derechos como cualquier otro accionista.

El marco legal y/o estatutario debería de prever aquellas situaciones en las cuales los accionistas minoritarios puedan ser perjudicados. Se entienden por estas situaciones, aquellas en las cuales el control de la sociedad pueda modificarse a través de la venta de las acciones de los accionistas mayoritarios, o transformar el objeto social que redunde en un cambio en la naturaleza de las empresas. En dichas situaciones deben existir todos los elementos legales o contractuales necesarios para aplicar el derecho de retiro de los accionistas minoritarios.

❖ **El rol de los interesados en el Gobierno Corporativo**

Sin dejar de lado al resto de las partes interesadas, los empleados constituyen una de las partes interesadas más importantes de una organización. Los directorios deberían de proporcionar una adecuada estructura de información que asegure que los integrantes de los mismos, cumplen con la legislación en relación a los derechos de estas partes. Esta estructura de información debería de quedar documentada en un informe que demuestre las relaciones existentes entre ésta y las otras partes interesadas en la sociedad.

En el mismo sentido, el Directorio debería incentivar y desarrollar los mecanismos para proteger los derechos de los empleados y otras partes, en cuanto ellos denuncien prácticas ilegales o no éticas.

❖ **Información y transparencia**

La confección de los Estados Financieros debería de tomar en cuenta los posibles conflictos de intereses entre los involucrados, teniendo especial atención a los auditores externos, los cuales ante todo deben ser independientes de la organización. Esta independencia deberá de comprender entre otras, la rotación de los firmas de auditoría, la revelación de la porción de los honorarios del auditor que están representados por los servicios prestados a la empresa y la prohibición de prestar otros servicios que comprometan la independencia del auditor.

En consonancia con lo anterior, los accionistas deben de tener derecho al acceso a los contratos comerciales con firmas analistas, bancos de inversión y agentes de calificación, a los efectos de velar por la independencia y objetividad de los mismos.

En los casos en los que la ley permita reservar información, haciéndola no pública, debería de fundamentarse la no revelación en forma legal y apropiada.

Las leyes deberían asegurar los medios mediante los cuales se identifiquen a los beneficiarios finales, ya que de esta forma, se identificarían las partes relacionadas y potenciales conflictos de intereses que pudieran perjudicar a los accionistas minoritarios.

Además, todas las empresas cotizantes tiene bajo su responsabilidad el informar acerca de su estructura de propiedad, y que los accionistas revelen el conjunto de sus inversiones, a la empresa, al mercado bursátil en el cual cotizan y al público en general.

En cuanto a los acuerdos entre accionistas que gobiernan las empresas, no deberían existir leyes que permitan a accionistas mayoritarios aconsejar al resto de los accionistas en cuanto a las formas de votar, ni permitir a los accionistas dirigir el proceder de los miembros del Directorio seleccionados por ellos mismos.

❖ **Responsabilidades del Directorio**

El Directorio será responsable de las políticas de Gobierno Corporativo, plasmando en un informe de carácter anual las estructuras y prácticas en la materia.

La legislación vigente, así como los estándares generalmente aceptados, deberían incluir la exigencia a los directores que actúen en pos de los intereses sociales y de todos los accionistas. Que determinados accionistas puedan elegir miembros del Directorio no significa que puedan controlar el accionar de dicho miembro.

A los efectos de mantener la integridad de los Directorios, es esencial contar con un número suficiente de directores con calidad de independientes de la administración y de los accionistas mayoritarios, y de esta forma el Directorio puede desempeñar funciones claves, como son la supervisión de transacciones con partes relacionadas, y de vigilancia de las auditorías y de los controles internos.

En todas las empresas cotizadas o no cotizadas, deberían existir políticas documentadas formalmente donde se definan las funciones y procedimientos de trabajo de cada uno de los Directores, así como contratos sociales, donde se detallen las responsabilidades delegadas en cada uno de ellos, los tamaños de los Directorios, los programas de asambleas de los mismos, los criterios de calificación, y las medidas de evaluación de dichos directores. Enmarcado en lo anterior, el Directorio debería asegurar el acatamiento de las leyes y promover una cultura ética en la organización de la que los miembros de la misma se sientan identificados.

Con respecto a las remuneraciones de los directores es importante tener en cuenta algunos factores a analizar. Las remuneraciones deberían de tener directa relación con la experiencia, tiempo dedicado y el esfuerzo realizado, incentivar a realizar sus tareas con objetivos alineados a los de los accionistas y que las mismas no comprometan la objetividad e independencia en el accionar del Directorio.

En el caso de que existan remuneraciones pagadas con acciones, estas deberían ser de la misma clase que las que se comercializan en los mercados de valores, con el cometido de que los intereses entre los directores y accionistas estén en consonancia.

Todas las remuneraciones de los integrantes del Directorio, deberían ser aprobadas en las respectivas Asambleas por todos los accionistas, los cuales deben ser informados de todos los aspectos que involucran a dichos pagos a la hora de votar estas decisiones.

En cuanto al profesionalismo de los directores, es aconsejable que los mismos sean motivados a un entrenamiento inicial y permanente que permita a los mismos llevar a cabo sus funciones con el mejor desempeño posible. En este sentido, las bolsas de valores y otras instituciones interesadas en el gobierno de las organizaciones, deberían de desarrollar programas de entrenamiento en pos del profesionalismo y capacidad de los miembros del Directorio.

Las economías de América Latina están caracterizadas por poseer una gran cantidad de pequeñas y medianas empresas, en su mayoría de carácter familiar, no cotizadas en las bolsas de valores, que en gran medida han contribuido al crecimiento de las mismas. Por lo que es imprescindible que estas empresas actualicen sus estructuras de gobierno financiero y corporativo y sus formas de administrar, a los efectos de satisfacer las expectativas de los inversionistas, contando para ello con Directorios conscientes de sus

funciones como tales en la actualidad y de una autoevaluación efectiva con miras a permanecer en el futuro.

#### ❖ **Mejoramiento del Cumplimiento y de la aplicación efectiva**

Con el fin de que el Gobierno Corporativo sea llevado a cabo de manera efectiva, es indispensable evitar que el marco legal no incurra en inconsistencias o contradicciones en relación a estas prácticas.

En el mismo sentido, las instituciones que son responsables de regular las normas sobre Gobierno Corporativo, en muchos casos las comisiones nacionales de valores, deberán de contar con la independencia suficiente tanto política como financiera, en pos de la eficacia de sus funciones de control. Además se deberá de otorgar a estas instituciones, las más amplias facultades para investigar casos de violación de las normas, motivando así la confianza pública en el cumplimiento de dichas normas.

Otro aspecto relacionado con el cumplimiento y la aplicación efectiva de prácticas de buen gobierno empresarial, hace referencia a que la legislatura debería de proporcionar la protección de los accionistas en el ejercicio de sus derechos, contando con los mecanismos necesarios para lograr la indemnización al perjudicado en casos de violación de sus derechos.

En la mayoría de los países de la región, no se cuenta con dichos mecanismos ni la experiencia necesaria para resolver de forma justa y eficaz las disputas entre accionistas.

Por lo anterior es ideal que los mercados bursátiles y las empresas en general, promocionen como un medio para dirimir estos conflictos el arbitraje privado, el cual debería de incluirse en los estatutos societarios.

#### ❖ **Cooperación Regional**

La mesa redonda Latinoamericana sobre Gobierno Corporativo, va más allá de establecer las recomendaciones de buen gobierno, si no que se plantea facilitar el acceso de la región a la discusión internacional sobre este tema, con el fin de mejorar la cooperación entre los países y las organizaciones internacionales.

### **2.6.3 - Evidencia empírica de Gobierno Corporativo en Latinoamérica**

A pesar de que en los países de la región ha habido reformas legales importantes a favor de la aplicación de buenas prácticas de gobierno, la realidad de las empresas Latinoamericanas demuestra que aún quedan muchos pasos por dar en la materia.

Así lo demuestra el estudio empírico elaborado por la Revista Latinoamericana de Administración<sup>44</sup>, el que se centra en el análisis de las empresas de la región que cotizan en la bolsa de valores de Nueva York, en la que a la fecha de dicho estudio existían 97 empresas que se mantuvieron activas, de las cuales 34 eran de Brasil, 28 de Chile y 35 de México.

Cabe destacar que los mercados de capitales de los países recientemente mencionados, son los más desarrollados de la región, tanto en la dimensión de los mismos como en la aplicación de buenas prácticas de gobierno.

De este análisis surge que el 64 % de dichas compañías pertenecen a un grupo familiar, siendo Chile el país con el mayor porcentaje de empresas con control de un mismo grupo familiar (96%), el cual es seguido por Brasil con un 72 % y México con un 57%. Esta evidencia empírica hace referencia a una de las características más importantes de las economías en desarrollo que han destacado diversos autores, quienes enfatizan las ventajas adicionales con las que cuentan dichos grupos en ambientes poco regulados, ya que estos han podido crecer en tiempos de reformas económicas y desregulación.

Otro aspecto que se destaca en dicho estudio, es que el 40,5 % de las empresas estudiadas, no cuentan en sus Juntas Directivas con directores externos, esto demuestra la primacía de las familias en el control de las empresas latinoamericanas.

En el mismo sentido, el Director ejecutivo o CEO (Chief Executive Officer) por sus siglas en inglés, en promedio permanece en su cargo ocho años, este a su vez es el presidente del Directorio en el 19 % de los casos de estudio y ostenta en promedio el 7% de las acciones de la compañía. Esto se explica porque solo el 29 % de las empresas estudiadas, cuentan con un CEO integrante de la familia, ya que estos prefieren nombrar en dicho cargo a ejecutivos profesionales.

En cuanto a la estructura de propiedad, casi en un 60 % de las empresas de la muestra, el propietario es un integrante del grupo familiar, México es el que cuenta con un más alto porcentaje en esta condición el cual se vio incrementado dentro del período estudiado en contraposición a Brasil y Chile, que presentaron una tendencia decreciente. La segunda categoría más grande son los inversores institucionales.

La propiedad plasmada en la titularidad de acciones, se caracteriza por la existencia de distintas clases de acciones, con distintos derechos asociados, siendo México el país que cuenta con mayor desigualdad (48 %).

Hemos de hacer notar que este fue el primer trabajo que realizó un análisis del seguimiento de las prácticas de Gobierno en América Latina, que tomó en consideración

---

<sup>44</sup> “Prácticas de Gobierno Corporativo en América Latina” – Revista Latinoamericana de Administración (2009).

un período de estudio mayor a un año y que ha dejado la lección de que los países de la región tiene un largo camino por recorrer en pos de acercarse al tratamiento de estas prácticas en los países desarrollados.

## **2.7 - Gobierno Corporativo en Uruguay**

De acuerdo a lo que hemos investigado, el Gobierno Corporativo en Uruguay hasta el momento no ha sido desarrollado en profundidad. Actualmente existen dos marcos normativos para empresas haciendo referencia al tema, pero no en exclusividad.

Por una parte en abril 2008, el Banco Central del Uruguay (BCU) ha emitido la Circular Nº 1987 referente a la normativa de Gobierno Corporativo y sistema de gestión integral de riesgos que deben de aplicar las Instituciones de Intermediación Financiera. Por otra parte en diciembre de 2009 se promulgó la Ley Nº 18.627, titulada “Ley de Mercado de valores – Normas para su regulación”, ley aún no reglamentada por el Poder Ejecutivo.

A continuación destacaremos lo medular de ambas normas en relación al Gobierno Corporativo.

### **2.7.1 - Circular Nº 1987 “Instituciones de Intermediación Financiera- normativa sobre de Gobierno Corporativo y sistema de gestión integral de riesgos (BCU)**

La normativa mencionada es aplicable a las Instituciones de Intermediación Financiera, las que deberían aplicar un Gobierno Corporativo que cumpla con las definiciones, principios y objetivos de esta norma y con los requisitos y estándares mínimos que exige la Superintendencia de Instituciones de Intermediación Financiera para dichas instituciones.

El BCU define al Gobierno Corporativo como la forma mediante la cual las instituciones se organizan para llevar adelante la administración y el control de su gestión, el cual está formado por las estructuras de dirección (Directorio), de gestión (Alta gerencia, incluido el Oficial de cumplimiento) y de control (Comité de auditoría, Auditoría interna y externa) y por el conjunto de prácticas aplicadas en la dirección, monitoreo y control día a día del negocio, en el marco regulatorio aplicable.

Las prácticas mencionadas permitirán establecer los objetivos, determinar los recursos para alcanzarlos y supervisar su cumplimiento, en pos de la satisfacción de todos los stakeholder’s de las instituciones, entendiéndose como tales a: accionistas, acreedores, consumidores, empleados y demás grupos de interés. En el mismo sentido, el Gobierno

Corporativo deberá de proveer los mecanismos para que los empleados de dichas entidades, internalicen estas prácticas.



ESTRUCTURAS INVOLUCRADAS EN EL GOBIERNO CORPORATIVO DE LAS INSTITUCIONES FINANCIERAS (BCU)  
El BCU establece los requisitos que deben cumplir las instituciones, sin considerar la estructura adoptada, a los efectos de implantar un eficaz Gobierno Corporativo, a saber:

- La competencia ética y profesional de los directivos y alta gerencia.
- El establecimiento de una estrategia eficiente para el cumplimiento de los objetivos de la institución.
- Una estructura organizacional equilibrada con una clara definición de roles y responsabilidades.
- Un ambiente de control acorde a la naturaleza, tamaño y complejidad de las operaciones de la institución y su perfil de riesgos.
- Un adecuado sistema de gestión integral de riesgos.
- Sistemas contables íntegros y confiables.
- La divulgación oportuna y precisa de información financiera, de gestión, de la titularidad y del gobierno de la entidad.
- Políticas claras y transparentes en materia de retribución a directivos y alta gerencia.
- El control y la gestión de potenciales conflictos de interés entre los accionistas, los directivos, la alta gerencia y otras partes vinculadas.
- La protección de los intereses de los depositantes y demás interesados.

Las Instituciones de Intermediación Financiera no sólo estarán obligadas a llevar prácticas de Gobierno Corporativo, sino que además deberán plasmar las mismas en un informe de carácter anual que deberá estar disponible en sus respectivas páginas web antes del 31 de marzo del año siguiente al cierre del ejercicio económico al cual refieren.

El citado informe establecido por el BCU deberá de incluir, como mínimo, la siguiente información, la cual por razones de mejor comprensión, éste la divide en secciones (estructura de propiedad, estructura de administración y de control, sistema de gestión integral de riesgos, auditoría externa, otras informaciones de interés):

- ***Estructura de propiedad.***

- A cuánto asciende el capital de la sociedad y las suscripciones pendientes de integración, señalando las fechas en que éstas deberán efectivizarse o si deberán aportarse a simple requerimiento de la entidad.
  - Las distintas clases de acciones y sus características.
  - La nómina de los accionistas, especificando el porcentaje de participación que corresponda a cada uno de ellos.
  - Los movimientos más significativos acaecidos durante el ejercicio en la estructura accionaria.
  - Las disposiciones estatutarias en materia de elección, nombramiento, aceptación, evaluación, reelección, cese, revocación, etc. de los miembros de los órganos de administración y de control.
  - El régimen de adopción de acuerdos sociales (mayorías, tipos de votos, mecanismos previstos para los acuerdos, etc.).
  - La existencia de reglamentos de asambleas de socios o accionistas, con una breve descripción de aspectos tales como: constitución y quórum, convocatoria, acceso anticipado a información relevante para la toma de decisiones de acuerdo al orden del día, asistencia (presencia física, voto a distancia, etc.).
  - Las medidas adoptadas para fomentar la participación de los accionistas a las Asambleas generales y los datos de asistencia a dichas Asambleas celebradas en el ejercicio.
  - Los acuerdos adoptados en las Asambleas generales celebradas en el ejercicio y el porcentaje de votos con los que se adoptó cada acuerdo (número de votos emitidos, número de votos a favor, número de votos en contra, número de abstenciones). Las sucursales de personas jurídicas extranjeras deberán informar acerca de la estructura de propiedad de su Casa Matriz.
- ***Estructura de administración y de control.***
- La integración de los órganos de administración especificando, para cada uno de ellos: cargo, fechas de primer y último nombramiento, procedimiento de elección, perfil y breve descripción de funciones y facultades.
  - La composición del Comité de Auditoría y de otros órganos de control constituidos en la entidad, incluyendo una breve descripción de los objetivos, reglas de organización y funcionamiento, responsabilidades atribuidas a cada uno, facultades de asesoramiento y consulta de cada uno.
  - Los nombres de síndicos y personal superior, considerando para ello la definición de personal superior dispuesta por el artículo 38.11 de la Recopilación de Normas de Regulación y Control del Sistema Financiero.
  - Número de reuniones que han mantenido los órganos de administración y de control durante el ejercicio.
  - Informes sobre las actividades de los órganos de administración y de control.

- Ceses que se hayan producido durante el período en los órganos de administración y de control.
- Las sucursales de personas jurídicas extranjeras deberán informar acerca de la estructura de administración y control de la sucursal.
- ***Sistema de gestión integral de riesgo.***
  - Se describirán brevemente las políticas, procedimientos y mecanismos de control implementados para una apropiada identificación, medición, control y monitoreo de los riesgos que enfrenta la entidad.
  - Se expondrán las metodologías y sistemas de cuantificación de cada uno de los riesgos.
  - Se describirán las herramientas de gestión empleadas.
  - Se identificarán y describirán los procesos de cumplimiento de las distintas regulaciones que afecten a la institución.
  - Se indicará si las pérdidas derivadas de una materialización de los riesgos han sido mayores a las esperadas, explicitando (por cada tipo de riesgo) las circunstancias que las motivaron.
  - Las sucursales de personas jurídicas extranjeras deberán informar acerca del sistema de gestión integral de riesgos de la sucursal.
- ***Auditoría Externa.***
  - Los mecanismos establecidos por la institución para preservar la independencia del auditor.
  - El número de años que el auditor o firma de auditoría actuales llevan de forma ininterrumpida realizando trabajos de auditoría para la entidad.
- ***Otras informaciones de interés.***
  - Indicar si la entidad estuviere sometida a normativa diferente a la nacional en materia de Gobierno Corporativo y, en su caso, incluir aquella información que esté obligada a suministrar y sea distinta de la exigida por estas normas.
  - Entre otras que correspondiere, se deberá indicar la dirección y el modo de acceso al contenido de Gobierno Corporativo en la página web de la entidad.
  - Al final del informe deberá incluirse y completarse la siguiente cláusula: “*Este informe anual de Gobierno Corporativo ha sido aprobado por ...(órgano de administración)... de ...(nombre de la entidad)..., en su sesión de fecha .....*”

## **2.7.2 - Ley Nº 18.627 Mercado de Valores – Normas para su regulación**

En diciembre de 2009 fue promulgada y publicada en el Diario Oficial la nueva ley de mercado de valores Nº 18.627 “Mercado de valores – Normas para su regulación”, derogando la anterior ley Nº 16.749 vigente desde el año 1996.

La ley en su título VI establece una serie de artículos que reglamentan las normas que los agentes del mercado de valores deberán de aplicar en relación a prácticas de Gobierno Corporativo.

### **2.7.2.1 - Justificación de la importancia de una nueva regulación del mercado de valores y en particular del Gobierno Corporativo**

Aproximadamente un año antes de su promulgación el Poder Ejecutivo, en noviembre de 2008, envía a la Asamblea General el proyecto de ley referente a la modificación de la Ley de mercado de valores Nº 16.749 conjuntamente con una exposición de las razones que han motivado dicha modificación. El Poder Ejecutivo destaca que “el objetivo sigue siendo velar por la transparencia, competitividad y eficiencia del mercado y la adecuada protección de sus inversores. Para que tal objetivo se plasme en la realidad se deben establecer bases legales de la regulación mejor delimitadas”.

Dentro de dicha explicación se detallan los episodios que hicieron que la expansión en la emisión de obligaciones negociables, promovida por la ley 16.749, se viera frenada y que dichos instrumentos perdieran la confianza que habían ganado en los inversores. Estos episodios, que exponemos a continuación, son los que a saber del Poder Ejecutivo, demostraban la necesidad de cambio en el enfoque y el alcance en la regulación del mercado de valores:

- ✓ Las crisis en los mercados han dejado sus enseñanzas  
En todo el mundo y en nuestro país en particular se han producido hechos que tuvieron en común fallas en el Gobierno Corporativo y en el papel de los auxiliares de los reguladores y de los mercados.

Se enfatiza en la importancia que tienen en los mercados de valores mundiales, los fondos de pensiones como inversores institucionales, con el fin de mejorar la regulación en pos de una mayor protección de las inversiones llevadas a cabo por dichos agentes.

- ✓ Problemas en los fondos de inversión  
Los fondos de inversión han visto perder la confianza de los inversores, debido a que existieron problemas de información privilegiada, invirtieron en valores de interés no compatible con el perfil de riesgo previsto para el fondo, ocurrieron fallas en la valuación de los portafolios de inversiones y tratamientos poco

transparentes de las inversiones en default, que se incrementaron a consecuencia de la crisis del año 2002.

✓ Pérdida de confianza en los mercados financieros locales y actuación de los intermediarios de valores

Debido al aumento creciente de los riesgos de las inversiones en valores locales, los capitales de inversión, en muchas ocasiones motivados por los intermediarios, se volcaron en búsqueda de inversiones fuera del país. Sumado a lo anterior, quedaron expuestos vacíos de control, debido a la escasez de potestades del regulador, en materia inspectiva y sancionatoria.

✓ Profesionalización de los agentes y creación de mercados

A pesar de la permanencia en el mercado de valores, de algunas empresas que han contado con el profesionalismo, seriedad, creatividad y cumplimiento a las normas de divulgación de información, siendo ejemplos a seguir; el conjunto de las empresas uruguayas, caracterizada por su estructura familiar, es resistente a abrir su capital al ahorro público, divulgar información y ser evaluado como lo son las empresas emisoras de obligaciones negociables.

La profesionalización de los agentes permitirá brindar a las empresas sobre las posibilidades y ventajas que han de derivarse de la diversificación de las fuentes de financiamiento. Asimismo el Estado, a través de las empresas públicas y la emisión de acciones y obligaciones negociables, contribuirá a fomentar en los inversores el interés por los instrumentos locales.

Los desafíos y dificultades que enfrentan los intermediarios, las bolsas y otros agentes del mercado, en el desarrollo del mercado de valores, llevan a evaluar la eficiencia de las formas de organizarse y de encarar sus Gobiernos Corporativos, existiendo en la actualidad nuevas modalidades de operar que garantizan a todas las partes la transparencia y la eficiencia.

Los cambios propuestos son en beneficio de crear un mercado cada vez más transparente, competitivo y eficiente, que proteja debidamente los intereses de los inversores.

Estos cambios han sido tomados de la literatura de la materia, emitida por organizaciones internacionales de organismos reguladores, que han aplicado principios y han sido eficaces en sus mercados, pero que admiten adaptaciones a nuestro país. La literatura mencionada se refiere a la legislación prevista por los siguientes países: Chile, México, Perú, Colombia, Brasil, Argentina y España.

La Cámara de Senadores en audiencia del día 17 de marzo de 2009, recibe a integrantes de la Bolsa Electrónica de Valores del Uruguay S.A. (BEVSA), más precisamente a los Sres. Cr. Daniel Varese (Presidente), Ec. Eduardo Barbieri (Gerente General) y Dr. Ricardo

Olivera, a los efectos de recibir las opiniones en relación a lo que, a la fecha, era el proyecto de ley de regulación del mercado de valores.

En relación al capítulo de Gobierno Corporativo, el Ec. Barbieri, expresó lo siguiente: *“..... en general, las bolsas, y en particular hablo de BEVSA estamos a favor. En ese sentido, quiero señalar que BEVSA debe ser la institución financiera con mayor número de auditorías de seguridad tecnológica, control de operaciones, estados contables, etc...”*

Adicionando a lo anterior, el Dr. Olivera intervino expresando lo siguiente *“.....Nos parece que es tremendamente importante y bueno que los mercados de valores se impongan, fundamentalmente ante los emisores, la opción de normas de buen gobierno corporativo.....también es una tendencia que se sigue a nivel mundial y que se ha venido instaurando en los mercados. Pensamos que de acuerdo con el marco regulador actual, el Banco Central está en condiciones, dentro del esquema de autorregulación, de imponer a las bolsas que apliquen esas disposiciones a los emisores. De todas maneras, lo que se trabaje en ese sentido nos parece tremendamente provechoso para contribuir a dar transparencia y cristalinidad, fundamentalmente a los emisores, lo cual contribuye a darle confianza a la inversión y a ser factor de captación de inversión. No obstante, pensamos que hay una muy importante experiencia en el mundo en materia de Gobierno Corporativo, que no necesariamente coincide con las propuestas del proyecto de ley. Todas las entidades operadoras de BEVSA aplican en su ámbito interno e institucional normas de buen Gobierno Corporativo, porque sus propias regulaciones de las matrices así lo imponen. Quiere decir que hay una experiencia muy interesante a ser volcada en ese sentido...”*

En otra de las visitas a la Cámara de Senadores, los representantes de Bolsa de Valores de Montevideo (BVM), Sres. Ángel Urraburu (Presidente) y Ec. Grabiél Oddone (Asesor), el día 5 de mayo de 2009, emitieron sus opiniones respecto al proyecto de ley y en concreto el Ec. Oddone realizó el siguiente comentario relacionado a los artículos que involucran al Gobierno Corporativo: *“...en nuestro país la falta de un mercado de valores se debe a empresas familiares con escasa vocación de apertura al mercado, de transparencia en su sistema de información y con estándares de gobierno corporativo no alineados o no muy adecuados para transitar en la dirección de una apertura.....Una serie de artículos incluidos en el proyecto de ley van en la línea de fortalecer los estándares de gobierno corporativo de aquellas empresas que coticen y finalmente se abran al mercado. De esta forma, si efectivamente alguien tiene la vocación de hacerlo, tanto por el lado de la transparencia como por el del gobierno corporativo, debería dar credibilidad a los inversores y ahuyentar los temores que genera la falta de información, a la hora de meterse en un negocio del que se conoce muy poco. En este sentido, tanto la transparencia como la necesidad de fortalecer los estándares del gobierno corporativo podrían ser vistas como criterios regulatorios pero también como aspectos que en el fondo están destinados a promocionar y a generar una mayor confianza en los inversores.....”*

### **2.7.2.2 - Título VI de la Ley Nº 18.627 - Gobierno Corporativo**

A continuación comentaremos los artículos que en dicha Ley tratan sobre las prácticas de Gobierno Corporativo:

➤ *Artículo 80 (Gobierno Corporativo)*

El artículo establece que a los efectos de asegurar procesos de supervisión y control de la gestión de los Directorios y un trato justo e igualitario a los accionistas, las bolsas de valores, otras instituciones que constituyan mercados de negociación de valores de oferta pública y los emisores de los mismos, deberán de aplicar las prácticas de Gobierno Corporativo que regula dicha ley y que establezca su reglamentación.

Además para los emisores de valores de oferta pública, prevé que la reglamentación establezca como mínimo la obligación de difundir los resultados financieros y toda otra información relevante para los inversores, de forma completa, puntual y exacta; así como también la adopción de las normas contables y de auditoría internacionales.

➤ *Artículo 81 (Estructura del Directorio, Comité de Auditoría y de Vigilancia)*

Se establece que los mismo agentes de nuestro mercado de valores mencionados en el artículo anterior, que cuenten con un patrimonio mayor al que determine la Superintendencia de Servicios Financieros, deberán de adecuar el funcionamiento de su Directorio a lo que establezca la reglamentación al respecto.

➤ *Artículo 82 (Obligación de lealtad de directores)*

Los directores de empresas que oferten valores públicamente, deberán de abstenerse de obtener a través de la sociedad cualquier beneficio personal distinto al de su propia retribución, haciendo prevalecer el interés social frente a cualquier otro interés propio o de terceros, incluido los del accionista controlante, todo lo anterior deberá de cumplirse, sin dejar de lado lo establecido en el artículo 83 de la Ley 16.060.

Cabe recordar que el artículo mencionado precedentemente obliga a los administradores y los representantes de las sociedades a obrar con lealtad y con la diligencia de un buen hombre de negocios y establece que quienes falten a sus obligaciones serán solidariamente responsables frente a la sociedad y los socios, por los daños y perjuicios que resulten de su acción u omisión.

El legislador, sin acotarse a la responsabilidad determinada en el primer párrafo de este artículo 82, seguidamente, determina una serie de acciones que no podrán realizar los Directores, a saber:

- Presentar a los accionistas o público en general informaciones falsas u ocultar información que estén obligados a divulgar conforme a la ley o la reglamentación aplicable.
- Tomar en préstamo dinero o bienes de la sociedad o usar en provecho propio o de personas relacionadas, los bienes, servicios o créditos de la sociedad.
- Usar en beneficio propio o de personas relacionadas las oportunidades comerciales de que tuvieren conocimiento en razón de su cargo con perjuicio para la sociedad.
- Impedir u obstaculizar las investigaciones destinadas a establecer su propia responsabilidad o la de los empleados de la sociedad.

El artículo termina destacando la responsabilidad de las personas físicas o jurídicas que sean las beneficiarias reales de todo o parte del patrimonio de las sociedades, y esa responsabilidad será igual que la de los Directores de las mismas. En el mismo sentido, deja a la libertad de la reglamentación el extender las disposiciones de este artículo y el siguiente a los accionistas controlantes de las empresas que realicen oferta pública.

➤ *Artículo 83 (Contratación de Directores con la sociedad)*

Por el presente artículo el legislador ha plasmado los requisitos para la celebración de contratos de directores o administradores con la sociedad planteando dos tipos de contratos, aquellos relacionados con la actividad de la sociedad y los no relacionados.

Para el caso de contratos que guarden relación con la actividad de la empresa, se ha prohibido su celebración si no son antes aprobados por el Directorio, habiendo consultado para ello al comité de auditoría y vigilancia de la sociedad.

En el otro caso, de contratos que no estén relacionados con la actividad del giro de la sociedad, los mismos deberán de ser aprobados por la Asamblea de accionistas o contar con el consentimiento del 60% del capital social.

➤ *Artículo 84 (Retribución de directores)*

En consonancia con el artículo anterior, las retribuciones del Directorio, sean estas de cualquier especie requerirán para su aprobación los votos a favor de un 60% o superior de accionistas representados en la respectiva Asamblea.

➤ *Artículo 85 (Obligación de información de la participación en el capital)*

En cuanto a divulgación de información distinta a la de resultados financieros y otras relevantes para los inversores, el legislador ha plasmado este y el artículo siguiente. En el

artículo 85 en particular se obliga que se informe a la Superintendencia de Servicios Financieros y a las Bolsas de valores, las participaciones de capital que mantienen los directores en la sociedad donde desempeñen dichos cargos. En adición a lo anterior, las personas físicas o jurídicas que por interés propio o por intermedio de terceros tengan la titularidad de más del 10% del capital con derecho a voto, estarán igualmente obligadas.

➤ *Artículo 86 (Información complementaria de memoria)*

Para finalizar con el capítulo VI y así con el tema que nos atañe, se agrega el requisito de incluir información adicional en la Memoria anual de estas sociedades, a la ya prevista en el artículo 92 de la Ley 16.060. La Información adicional a incluir en la Memoria anual es la relacionada a adhesión a las prácticas de Gobierno Corporativo, los mecanismos de retribución de los integrantes del Directorio y cualquier otra información relevante que pudiera afectar la transparencia las emisiones de valores conforme a lo que establezca la reglamentación.

Cabe recordar que el artículo 92 de la Ley 16.060 establece que los administradores de las sociedades deberán de rendir cuentas a los socios, a través de una Memoria anual, la que deberá de incluir como mínimo la siguiente información:

- 1) Las razones de variaciones significativas operadas en las partidas del activo y del pasivo.
- 2) Una adecuada explicación de los gastos y ganancias extraordinarias y su origen y de los ajustes por ganancias y gastos de ejercicios anteriores, cuando sean significativos.
- 3) Las razones por las cuales se proponga la constitución de reservas, explicadas clara y circunstanciadamente.
- 4) Explicación u orientación sobre la perspectiva de las futuras operaciones.
- 5) Las relaciones con las sociedades vinculadas, controladas o controlantes y las variaciones operadas en las respectivas participaciones y en los créditos y deudas.
- 6) Las causas, detalladamente expuestas, por las que se proponga el pago de dividendos o la distribución de ganancias en otra forma que en efectivo.

Además se deberá de informar acerca de cualquier hecho o circunstancia que el Directorio entienda de interés para los socios.

La nueva ley aún no está reglamentada por el Poder Ejecutivo, por lo que surgen muchas preguntas a lo no explicitado en la propia ley.

A modo de finalizar con este capítulo queremos hacer mención a los cambios incluidos en la ley de presupuesto Nº 18.719, los mismos son los siguientes:

- En relación al artículo 80, se sustituye la potestad de la Superintendencia de Servicios Financieros por el Poder Ejecutivo, en cuanto a la redacción de normas con el fin de que los emisores incluyan en los prospectos, una mención al cumplimiento de prácticas de Gobierno Corporativo.
- Se sustituye el inciso segundo del artículo 83, eliminando el requisito del porcentaje para la aprobación de los contratos que no se relacionen con la actividad propia del giro.
- Se sustituye enteramente el artículo 84, eliminando el requisito de porcentaje para la aprobación de las retribuciones que perciban los directores de entidades que realicen oferta pública de valores.

Por nuestra parte consideramos la importancia de la nueva ley, por lo cual entrevistamos al Dr. Sigbert Rippe, en busca de obtener una visión calificada de un integrante de la Bolsa de Valores de Montevideo (BVM).

A continuación expondremos lo que a nuestro entender ha sido medular de dicha entrevista, pregunta a pregunta:

- 1) ¿Qué comentarios generales le merece la nueva ley que regula el mercado de valores en nuestro país?

A la pregunta, el Dr. Rippe mencionó que, sin abrir un juicio de valor, porque eso va a depender de la experimentación que se haga de la ley, que además requiere reglamentación, pero no existe todavía decreto reglamentario, por lo tanto aunque el Banco Central la aplica, le falta un instrumento intermedio entre las normas legales y las normas banco centralistas y muchas de las disposiciones de la ley de mercado de valores justamente hace referencia a la necesidad de la reglamentación la que está en proceso de elaboración, pero todavía no está el proyecto definitivo. Dada esa salvedad, esto representa, para él en lo personal, una suerte de cambio de política estatal en materia de mercado de valores porque la ley anterior, la 16.749, descansaba en el concepto de la auto regulación.

En este sentido destaca que la auto regulación está explicitada en la ley 16.749, y este concepto, esta forma de entender política de mercado cambió con la nueva ley, esta es una ley que descansa en hacer prevalecer la regulación estatal por sobre la auto regulación bursátil, esto es un cambio importante de política.

Según el Dr., el país adoptó como una suerte de posición de prevención que aunque no hubieran ocurrido crisis como las de los países centrales, tomaron decisiones severas de regulación y de supervisión. Refirmando este concepto, expresa que el paso previo es tomar medidas muy severas como para prevenir las

crisis, lo que no quiere decir que las crisis se puedan prevenir de esta manera, no necesariamente se previenen de esta manera.

- 2) ¿Entiende que en la ley se destaca un régimen regulatorio por encima del fin de la ley misma, o sea el fomentar el crecimiento del mercado de valores?

Para nuestro entrevistado la respuesta en primera instancia es un no rotundo. Seguidamente nos explica que no es cometido del Banco Central del Uruguay promover, ya que ningún banco central promueve nada, menos en el Uruguay donde el Banco Central se encuentra sobredimensionado en sus cometidos, porque tiene regulación y control sobre una cantidad de agentes económicos que no tienen nada que ver en sentido estricto con política monetaria o financiera. De este modo destaca que no es estrictamente una ley promocional, sino una ley de regulación y de control, sin perjuicio de que hay dos tipos de normativas que apuntan a la promoción.

Expresa también que los cometidos y funciones del Banco Central se incrementaron, que ya se habían incrementado con la ley 18.401, cuando se modifica la carta orgánica del Banco Central en el año 2008, introduciéndose elementos que no estaban previstos, como que el Banco Central en algunas áreas puede actuar no solo por razones de legalidad, sino también por razones de conveniencia, oportunidad o mérito. La ley de mercado de valores fortalece esta posición y eso se observa por ejemplo en que no habilitarían a alguien para que pudiera ser corredor de bolsa, antes era por razones de legalidad, ahora podrían desestimar pero sin explicaciones y quedaría dentro del margen de discrecionalidad del Banco Central, con lo que se introduce no un factor de legalidad, sino un factor de discrecionalidad con base legal.

- 3) En relación a los cambios a la ley 18.627, introducidos en la nueva ley de presupuesto ¿Usted entiende que esos cambios van a ser aprobados sin problemas?

Ante esta pregunta la respuesta se relaciona a que a su entender, no es un tema central en un proyecto presupuestario, explicando que la ley de presupuesto es una ley sobre gastos e inversiones, donde los legisladores aprovechan para incluir otros temas importantes pero no centrales.

- 4) El incluir los compromisos de prácticas de Gobierno Corporativo, por parte de los emisores en sus prospectos, así como establecer una calificación de estas prácticas ¿No implicarían nuevos costos, sumados a los ya conocidos costo de emisión?

Frente a esta pregunta, su respuesta fue un contundente: sí, explicando que es claro que tienen costos, pero que la relación costo – beneficio ya es un tema que excede. Expresa que es un acérrimo partidario de que todas las empresas se regulen de acuerdo a prácticas de gobierno, a las buenas prácticas de Gobierno Corporativo, y que desde hace años que lo ha sostenido.

Comenta que Uruguay estaba bastante al margen de todo esto ya que en los países centrales en la década del '60, '70 aproximadamente que sobre todo las grandes corporaciones incorporan este tipo de prácticas y que hará 20 años que aproximadamente la OCDE plantea también las prácticas de Gobierno Corporativo, con lo cual los países centrales tratan de cumplir con estas prácticas.

A posteriori, menciona que no debemos sorprendernos, que el Gobierno Corporativo no es un tema absolutamente extraño, y nos recuerda que ya la ley de sociedades comerciales, que es del año 1989, incorporó sin hacer ninguna referencia al concepto de las prácticas corporativas, a alguna de estas conocidas prácticas de Gobierno Corporativo. En Particular en toda la norma vinculada con la responsabilidad, todos los temas vinculados con prohibiciones a directores o administradores o restricciones vinculadas con contratar con la sociedad, todo lo vinculado con conflicto de intereses entre la sociedad sus directores o administradores, etc., fueron incorporados a la ley de sociedades comerciales.

Agrega, “que el mercado hasta ahora no lo había manejado con esta extensión, pero las sociedades comerciales tienen de buenas prácticas, más allá de que no tengan ni la amplitud ni la intensidad, digamos que se desarrollaron en otros países”.

En cuanto a la relación costo – beneficio, a saber del Dr. Rippe, no debería molestar, todo lo contrario, porque las buenas prácticas apoyan no solo a la eficiencia, sino también a la eficacia y a la excelencia. Es decir que una empresa opere bajo reglas de excelencia, actúe con eficiencia y actúe con eficacia es para él, aplaudible.

El entrevistado afirma que sí es claro que tiene un costo adicional, pero en un mercado que pretende ser competitivo, ordenado, transparente y ser tutela de los derechos de los inversionistas; debe seguir dichas reglas, logrando ventajas

importantes tanto desde el punto de vista del mercado, de las instituciones, de las propias empresas, sus accionistas y los inversores.

- 5) El incluir los compromisos de prácticas de Gobierno Corporativo, por parte de los emisores en sus prospectos, así como establecer una calificación de estas prácticas ¿No sería una nueva limitación a las empresas pequeñas a la hora de plantearse emitir acciones u obligaciones?

Ante esta pregunta, el Dr. expresa que dicho planteamiento es un tema de valoración, lo que no quita por ejemplo que una empresa no recurra de pronto al mercado, pero recurra a hacer una oferta privada. En el mismo sentido menciona que puede ser una restricción para las micro, pequeñas o medianas empresas, pero que no se encuentra en condiciones de hacer una valoración del costo beneficio para estas empresas, para las cuales deberán emitirse otras normas que no son de mercado de valores, planteando otros instrumentos que les permitan su desarrollo.

Por lo anterior, manifiesta que no deja de ser una restricción, que no importa el monto alcanza con que se venga a emitir al mercado como para que haya que respetar esas prácticas.

Ante nuestro planteamiento acerca de si ese incremento de costos llevaría a que gran parte de las empresas decidan hacer oferta privada de valores, el Dr. Rippe responde que podría suceder, pero esta modalidad de emisión no le da mucha tranquilidad al inversor, quien tiene que buscar uno por uno a los inversionistas y además perderían el beneficio de las exenciones tributarias ya que estas están basadas en la oferta pública y no la privada.

Para finalizar con su respuesta a nuestra pregunta, expresa lo siguiente: “Insisto no tengo elementos para decir si está equilibrado”.

- 6) ¿El que este regulado la adopción de prácticas de Gobierno Corporativo, incentiva a la adopción de estas prácticas o a su mero cumplimiento legal?

El Dr. Rippe plantea que para responder a esta pregunta, primero hay que recordar la realidad del país, la que demostraría que la gran mayoría de las sociedades son cerradas, de base familiar, de base amistosa, de décadas, las cuales muchas de ellas nunca se han abierto, ni van a pretender abrirse, porque abrirse significa sobre todo, transparencia y en este país estas empresas no simpatizan mucho con la misma.

En adición a lo anterior, nos comenta que la realidad de nuestros negocios es que la mayor parte de nuestras sociedades son de tipo cerrado, que en su opinión y con toda franqueza, no podría afirmar que las sociedades anónimas abiertas

lleguen a ser 70, incluyendo a toda la gama, empresas que cotizan acciones en bolsa, emiten valores de oferta pública, recurren al ahorro público, son controladas o controlantes de las anteriores empresas.

Respondiendo directamente a la pregunta, por las características de nuestro país, en donde la mayor parte de las sociedades son cerradas, la respuesta es un contundente: No, mencionando que si se diera el cumplimiento, este es meramente legal, pero no cree que esté en la cultura porque las prácticas de Gobierno Corporativo es un tema estrictamente cultural en el sentido más amplio de la expresión, por lo que es muy posible que en algunas empresas esto sea mero cumplimiento formal, ya que sean los directivos, sean accionistas de las empresas, no se les ocurre la aplicación de estas prácticas.

Concluyendo en su respuesta, nos recuerda que son muy pocas las empresas que recurren al mercado en comparación con otros países como por ejemplo Argentina, Brasil o Chile, lo que es cuasi demostrativo de una determinada situación que es inevitable dejar de pensar en la realidad nacional e inculcar una cultura de transparencia lo que no es fácil y podría llevar décadas en implantarse.

- 7) ¿Desde la perspectiva de la Bolsa de Valores de Montevideo, que se espera de la reglamentación del artículo N°82, relacionado a la obligación de lealtad de los Directores?

En primer lugar, el entrevistado responde que sobre la reglamentación de dicho artículo no se espera nada, dado que no ha escuchado opiniones negativas. Nos recuerda que cuando se dicta la ley concursal y se establece la calificación del concurso y se llega a establecer que el concurso es culpable, no es fortuito, ya está establecida la responsabilidad patrimonial de los directores o de los administradores, reflexionando acerca de por qué nos vamos a extrañar por esta responsabilidad plasmada en la nueva ley, si ya hay antecedentes de marcar mayor responsabilidad con bienes propios.

El Dr. Rippe plantea que puede entender que a mayor severidad de la norma es posible que haya menos apetencia por asumir el cargo de director o administrador por las fuertes responsabilidades, y piensa que pudiera llegar a suceder que en algunas sociedades aparezcan los famosos testaferros, prestanombres o hombres de paja que son absolutamente insolventes, pero esta situación no es una novedad ya que se da en muchas sociedades comerciales.

Sin embargo, menciona que por otra parte puede suceder que los directores o administradores actúen con mayor responsabilidad.

Nos recuerda también, que ya en la ley de sociedades comerciales, del año 1989, tanto en el artículo N° 83 como en el artículo N° 399 de la ley, establece la responsabilidad de directores y administradores, en una responsabilidad solidaria, personal e ilimitada por daños y perjuicios.

Seguidamente concluye que los directores y administradores están asumiendo una gran responsabilidad, pero a su vez existen mecanismos de protección para los mismos, como lo son los seguros de responsabilidad civil, lo cual desde hace años es muy común en las grandes empresas de nuestro país.

### **3. CRISIS Y GOBIERNO CORPORATIVO**

De acuerdo a lo que hemos mencionado al comienzo de nuestro trabajo, en este capítulo nos enfocaremos en el desarrollo de la crisis 2007-2008, realizaremos una comparación con la crisis sufrida en nuestro país en el año 2002 y analizaremos las causas de estas crisis desde el punto de vista de las prácticas de Gobierno Corporativo.

#### **3.1 - Antecedentes de la crisis 2007-2008**

Los orígenes de esta crisis se remontan hasta el año 2001, donde se produjo el estallido de la “Burbuja puntocom”. Se entiende por esta burbuja aquella que se produjo debido a que *“entre el año 1997 y mediados del año 2001 el precio de las acciones de empresas de la denominada Nueva Economía subieron por las nubes. Se trataba de empresas que se basan en nuevas tecnologías como internet. En España uno de los casos paradigmáticos fue el de Terra...que cuando salió a bolsa sus acciones pasaron de valer unos pocos euros a más de 150 euros. El caso de Terra es sintomático, porque trata de una empresa que nunca ganó dinero y que nunca tuvo perspectivas de beneficios a corto plazo. En poco tiempo el precio de Terra cayó hasta los cinco euros por acción. Lo mismo sucedió con muchas otras empresas... En Estados Unidos algunas empresas de la Nueva Economía también llegaron a tener cotizaciones estratosféricas...las acciones de Yahoo alcanzaron un precio que hacía que la empresa valiese más que el gigante General Motors. Amazon ya valía veinte mil millones de dólares cuando aún no había generado ningún beneficio.”*<sup>45</sup>

Al estallido de la “Burbuja puntocom” se le agregó los fraudes escandalosos relacionados con la credibilidad de las auditorías y contabilidades de Enron, Xerox, Worldcom, entre otros, y los atentados de público conocimiento del 11 de setiembre del año 2001 producidos en el epicentro de la ciudad de Nueva York.

Esta serie de acontecimientos en cadena, impactó directa y negativamente en la economía de los Estados Unidos, lo que motivó a la Reserva Federal, con el fin de contrarrestar estos impactos, aumentar la actividad económica y así el dinero circulante, a que bajara las tasas de interés de referencia e inyectara dinero en los bancos comerciales y de este modo en la economía en su conjunto.

#### **3.2 - Desarrollo de la crisis 2007-2008**<sup>46</sup>

---

<sup>45</sup> “Euforia y pánico – Aprendiendo de las Burbujas. Medidas Concretas para afrontar puntos débiles y aprovechar las oportunidades de la crisis”. Editorial Profit, 3ª edición ampliada, Oriol Amat, 2009.

<sup>46</sup> “La crisis Subprime” – Observatorio de coyuntura económica, Instituto Juan de Mariana, Madrid, España.

Con las medidas adoptadas por la Reserva Federal y el gobierno norteamericano, los bancos contaban con grandes cantidades de dinero disponible, y con la necesidad de hacer rentable el mismo. Pero dada la baja tasa de interés de referencia, se vio disminuido su margen de rentabilidad, y como toda entidad lucrativa, a los efectos de maximizar su rentabilidad contaban con dos posibilidades, prestar a una tasa de interés mayor a la de referencia o incrementar la cantidad de préstamos otorgados. La opción adoptada por la banca fue incrementar la cantidad, realizando un otorgamiento de préstamos más laxo, sin tomar en cuenta el nivel de solvencia de sus clientes. La justificación de esta decisión poco conservadora se basaba en que el incremento del valor de la vivienda cubriría las posibles pérdidas por impagos.

Los bajos tipos de interés, acercaron no solo a los inversionistas, sino que también a los consumidores domésticos, muchas veces de dudosa solvencia, los que visualizaron una oportunidad para comprar sus viviendas a costos muy bajos, teniendo en cuenta que el pago de una cuota de alquiler significaba un desembolso mayor que una hipoteca. Estos créditos hipotecarios fueron demandados en forma creciente, masificándose, ya que muchas familias vieron posible adquirir un inmueble cuando nunca antes se lo habían planteado.

Los créditos hipotecarios a los que nos referimos, son los tan mencionados “Subprime” o “NINJA”<sup>47</sup> (No Income, No Job , no Assets, es decir, sin sueldo, sin trabajo, sin activos) por su nombre en inglés, el cual hace referencia a la calidad de los mismos (mala calidad), que es consecuencia de la dudosa solvencia de estos, caracterizada por un mal historial financiero, con retrasos o impagos, capacidad de repago reducida según el ratio deuda sobre renta o historiales financieros incompletos.

A consecuencia de esta creciente demanda, el precio de la vivienda se ve incrementado y consigo el valor de las cuotas hipotecarias; pero a tasas de interés bajas, los deudores hipotecarios contaban con la posibilidad de refinanciar dichas hipotecas, cancelando el anterior con un nuevo préstamo por un monto y plazo mayor.

Por su parte las empresas, también visualizaron la oportunidad de aprovechar estas beneficiosas tasas de interés para financiar sus inversiones a un bajo costo. Sin embargo muchas veces a través de una arriesgada estrategia financiera, ya que tomaron préstamos bancarios, o recurriendo al ahorro público, emitiendo papeles de deuda, ambos a corto plazo y a tasa variable, cuando los retornos de sus proyectos de inversión serían obtenidos en el largo plazo.

Por otra parte los bancos vieron disminuida su liquidez ocasionada por la alta demanda de los créditos domésticos y empresariales. Con el fin de convertir más líquidos sus activos, decidieron titularizar dichos créditos, o sea vender el derecho de cobro de los mismos a través de la emisión de paquetes de títulos compuestos con portafolios de activos de

---

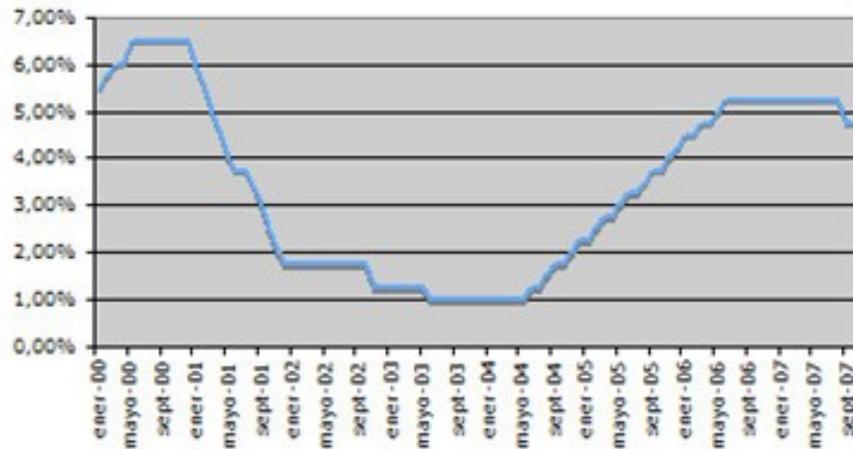
<sup>47</sup> Término utilizado por el profesor Leopoldo Abadia al hacer referencia a las hipotecas “Subprime”.

diferentes riesgos, incluidas las hipotecas “Subprime”. Cabe acotar que estos colaterales (“Subprime”) representaban un gran porcentaje en el total de dichos portafolios.

Estos títulos, al ser ofertados por las grandes instituciones bancarias, fueron amplia y rápidamente aceptados en los más grandes mercados bursátiles del mundo.

Sin embargo esa tendencia alcista no perduró mucho tiempo, ya que por temor a potenciales incrementos inflacionarios, que se vislumbraban con la pérdida de valor del dólar frente al euro, la Reserva Federal revirtió su política monetaria, incrementando la tasa de referencia, pasando del 1% en la que se situaba a junio de 2003, al 5,25 % en junio de 2006.

En la siguiente gráfica se puede observar, la evolución de los tipos de interés en los Estados Unidos desde enero del año 2000 a setiembre del año 2007.



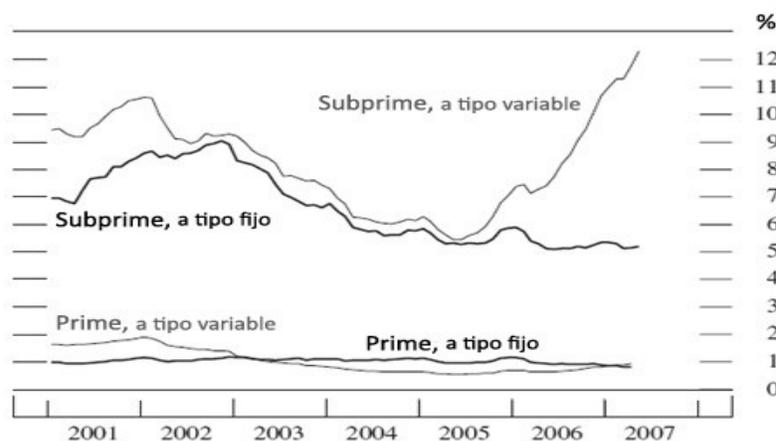
Fuente: “La crisis Subprime” – Observatorio de coyuntura económica, Instituto Juan de Mariana.

Cabe recordar que las hipotecas “Subprime” en su mayoría eran a tipo de interés variable, y debido al incremento de la tasa de interés, ocasionaron que los deudores ya no pudieran refinanciar dichas hipotecas, tornándose morosos, al punto de llegar a ser incobrables.

Esta situación generó que el valor de los inmuebles cayera drásticamente, ya que ante el no pago de los deudores hipotecarios, los bancos contaban en sus activos con inmensas cantidades de inmuebles sin posibilidad de venta. A lo anterior se le sumó la cesación de pago de consumidores domésticos con capacidad de pago, dado que notaron que el valor de sus hipotecas excedía ampliamente al valor de mercado de sus propiedades.

Del mismo modo que con los consumidores domésticos, el incremento de la tasa de interés, provocó para las empresas una creciente cesación de pagos, tanto de préstamos bancarios como de los títulos de deuda.

A continuación presentamos la evolución de las tasas de morosidad de los créditos hipotecarios “Prime” y “Subprime”, a tasas fijas y variables, por el período comprendido entre los años 2001 y 2007.<sup>48</sup>



Fuente: “La crisis Subprime” – Observatorio de coyuntura económica, Instituto Juan de Mariana.

Como mencionamos anteriormente el aumento de la tasa de interés trajo como consecuencia una cesación de pagos inevitable, que se tradujo en una nueva pérdida de liquidez para los bancos.

Lo anterior se vio agravado ya que al hacerse de público conocimiento la cesación de pagos y consiguio la iliquidez bancaria, los inversionistas intentaron deshacerse rápidamente de los títulos adquiridos. De este modo los bancos se perjudicaron doblemente, por un lado no lograban recuperar los préstamos otorgados y por otro no contaban con el dinero suficiente para hacer frente a los pasivos con los inversionistas que se hicieron exigibles rápidamente.

Ante esta caótica situación, los valores de los títulos cayeron en forma drástica en todos los mercados bursátiles donde eran transados, llegando a valores más bajos que los créditos colaterales, que al estallido de la crisis tendieron a cero e hicieron colapsar a los mercados de capitales del mundo entero, trasladándose inmediatamente al mercado real, ya que estos títulos habían sido adquiridos tanto por inversores institucionales como por empresas comerciales, industriales o de servicios, llevando a que estas contaran en sus activos con créditos de valor tendiente a cero.

De este modo la crisis financiera se desplazó a la economía real, a saber de la Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL) a través de cuatro factores: la contracción del crédito, la destrucción de riqueza, la disminución del comercio mundial y el deterioro de las expectativas sobre la evolución de la actividad económica.<sup>49</sup>

<sup>48</sup> Impagos en el sector “Subprime” entre 2001 y 2007, tanto a tipo fijo como variable. Monetary Report to the Congress, (2007).

<sup>49</sup> “La hora de la igualdad – Brechas por cerrar, caminos por abrir”. Trigésimo tercer período de sesiones de la CEPAL, Naciones Unidas, Brasilia 30 de mayo a 1 de junio de 2010.

Las empresas motivadas por las importantes pérdidas, así como por la retracción especulativa y real de la economía, se vieron en la necesidad de reducir sus costos y con estos su plantilla de personal, generando altos índices de desempleo, aumentando aun más el caos económico mundial.

Para los consumidores domésticos los males fueron múltiples, ya que no solo no pudieron pagar sus hipotecas y con ello perdieron sus casas y sus empleos, sino que también muchos de los planes de retiro dependían en gran medida de los indicadores bursátiles.

De este modo no solo su presente fue sombrío, si no su futuro, que dependía en gran medida de los planes de retiro y de las inversiones llevadas a cabo por los fondos de pensión que habían perdido su valor.

Todos estos acontecimientos desencadenaron la mayor crisis de la historia, la cual se mantiene en su etapa recesiva hasta nuestros días.

### ***3.3 - Impacto de la crisis en América Latina desde la visión de la CEPAL***

En el trigésimo tercer período de sesiones de la Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL) celebrado en Brasilia del 30 de mayo al 1 de junio de 2010, se realizó un análisis del impacto ocasionado por la crisis 2008 en los países de Latinoamérica.

En dicho análisis se explica que el desplazamiento de la crisis financiera 2008, se realizó mediante la contracción de los instrumentos tradicionales del crédito y del comercio exterior, el cual afectó directamente el precio y el volumen de las exportaciones de los países de Latinoamérica, así como otros elementos relacionados a la actividad económica.

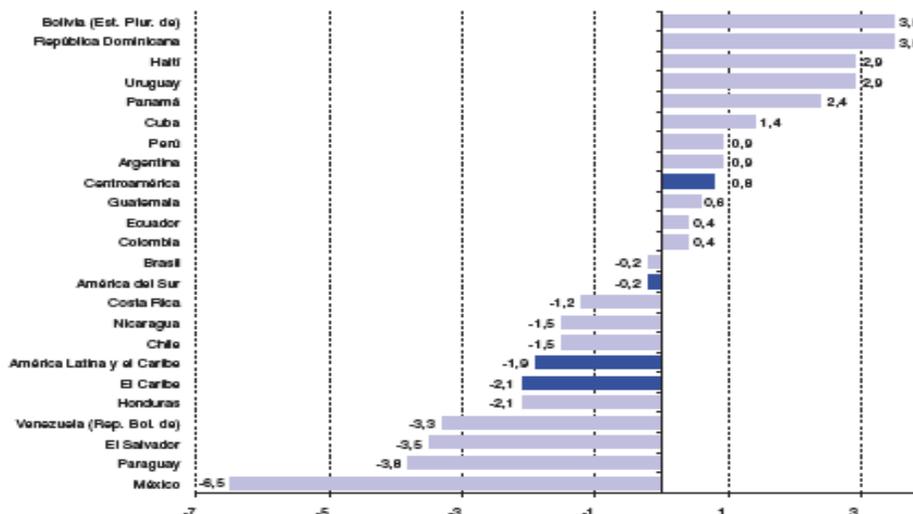
Hasta el año 2008 la economía de la región se encontraba en un período de expansión que hasta esa fecha llevaba seis años de crecimiento del PIB y de los indicadores sociales. Esta desaceleración en el crecimiento se debió a los hechos mencionados anteriormente y al deterioro de las expectativas de los consumidores y productores. Cabe destacar que la crisis en la región, repercutió sobre los sectores comerciales y no tanto en los financieros los cuales tuvo su origen y aquellos países con economías más abiertas fueron los más perjudicados, como es el caso de México y algunos países de Centroamérica.

A la caída del PIB de los países latinoamericanos contemplada en 2009, se le sumó un aumento en las tasas de desempleo, que pasó del 7,5% en 2008 al 8,3% a fines de 2009, revirtiéndose las mejoras que había obtenido este indicador en los últimos cinco años.

Por lo anterior, el nivel de pobreza tuvo un incremento en el año 2009 luego de un descenso de once puntos porcentuales en los últimos seis años, mientras que la pobreza extrema había descendido del 19,4% al 12,9%.

La CEPAL a consecuencia de la crisis estimó que, entre el 2008 y el 2009, el nivel de pobreza habría pasado de 33% al 34,1%, mientras que las personas situación de indigencia habría pasado del 12,9% al 13,7%. Estos porcentajes se traducen en alarmantes cifras si hablamos de personas, las cuales significan un incremento en nueve millones en situación de pobreza y en cinco millones en situación de indigencia.

En el siguiente gráfico se puede observar la tasa de crecimiento en porcentaje, de los países latinoamericanos en el año 2009:



Fuente: “La hora de la igualdad – Brechas por cerrar, caminos por abrir” – CEPAL.

Sin dejar de lado lo expuesto en relación al incremento en los niveles de pobreza e indigencia, como podemos observar en el gráfico precedente, las consecuencias de la crisis no han tendido la dimensión de que tuvieron crisis anteriores. Este menor impacto se debió a que las economías latinoamericanas contaron con la conjunción de un contexto externo previo muy favorable y una mejor gestión de las políticas macroeconómicas, lo que permitió reducir su endeudamiento, renegociar el pago de la deuda en condiciones más favorables, así como incrementar sus reservas internacionales; y de este modo permitió que las economías emergentes de América Latina no se vieran afectados por la crisis internacional en las proporciones drásticas, a las que llegaron los países desarrollados.

### ***3.4 - Breve reseña de la crisis 2002 en Uruguay, comparación con la crisis internacional 2008 y análisis de las causas de dichas crisis desde el punto de vista del Gobierno Corporativo.***

Es el propósito de este subcapítulo, el realizar un análisis de las causas de la crisis 2008 desde el enfoque de las practicas de Gobierno Corporativo, relacionándolo a las causas que originaron la crisis sufrida en nuestro país en el año 2002 desde el mismo enfoque; con el fin último de demostrar que las causas de ambas crisis corresponden a malas prácticas de gobierno de las empresas.

#### **3.4.1 - Breve reseña de la crisis 2002 en Uruguay.<sup>50</sup>**

Para entender la crisis vivida en el año 2002, es importante analizar los factores tanto internos como externos que afectaban a nuestro país.

En este sentido, la economía uruguaya se venía debilitando debido a una conjunción de diversos factores externos, entre los cuales encontramos la devaluación de Brasil en el año 1999 y la pérdida de confianza en el sector financiero argentino. Con respecto al país norteamericano, la devaluación impactó fuertemente en nuestra economía debido a que este es el principal destino de nuestras exportaciones.

Por su parte los desequilibrios en la economía Argentina, traducidos en la mencionada pérdida de confianza generada por el denominado “corralito financiero”, ocasionaron un retiro masivo de los depósitos argentinos, los cuales representaban alrededor del 50% de los depósitos de la banca uruguaya, lo que llevó a que el sistema financiero uruguayo contara con una reducción de los niveles de liquidez, contrayéndose las reservas concretamente a una quinta parte.

Más allá de estos dos factores fundamentales, la situación se vio aún más agravada por los siguientes factores, los cuales mencionaremos a continuación:

- Las irregularidades encontradas en los bancos que fueron intervenidos, expuso notorias ineficiencias en la supervisión por parte del Banco Central del Uruguay, organismo contralor del sistema financiero uruguayo.
- Declaración de la fiebre aftosa, perdiendo la calidad de país libre de aftosa sin vacunación, lo que llevó a perder a selectos mercados cárnicos, como los son los Estados Unidos y México.
- Una larga sequía que afectó al sector agropecuario, y con ello a los ingresos por exportaciones y generando incrementos en el endeudamiento y morosidad del sector.

---

<sup>50</sup> “Uruguay después de la crisis” – Fernando García Pons – Boletín económico de ICE (2004).

Los factores mencionados precedentemente, sucedieron en un marco económico caracterizado por un Estado ineficiente y altamente intervencionistas, con una fuerte resistencia social a las privatizaciones, un alto nivel arancelario, un sistema tributario complejo y a su vez débil, con un alto nivel de defraudación, bajos niveles de ahorro e inversión tanto interna como extranjera directa.

El desarrollo de la crisis se produjo cuando los depositantes residentes, contagiados por la psicosis argentina, efectuaron retiros masivos de sus depósitos, provocando la “corrida” bancaria más importante de los últimos tiempos, lo que llevó a que el gobierno decretara un feriado bancario de una semana y que con el correr de los meses llevara a la quiebra a cuatro bancos, incluyendo al banco privado más importante de plaza en esos momentos, y una cooperativa financiera.

Sumado a la recesión interna, la economía se agravó con una importante disminución del turismo, sector que se nutría principalmente de los ingresos provenientes de turistas argentinos.

Esta crisis, como todas las crisis ocurridas en nuestro país, provocó una importante corriente migratoria que significó una importante pérdida de población económicamente activa, motivada por el aumento del desempleo que pasó de un 10% a fines de la década del noventa, a un 17%.

Adicionalmente, la crisis ha provocado la pérdida de la calidad de grado de inversión de los bonos del tesoro uruguayo, lo que llevó a que Uruguay aumentara la tasa de interés para atraer a nuevos inversores.

En resumen, esto representó un importante retroceso del PIB que llegó a disminuir en once puntos porcentuales y de este modo ser la mayor y más larga crisis de la historia de nuestro país.

### **3.4.2 - Comparación de la crisis 2002 en Uruguay con la crisis internacional 2007-2008 bajo el análisis de las causas de dichas crisis desde el punto de vista del Gobierno Corporativo.**

En el presente capítulo intentaremos demostrar que, tanto la crisis vivida en nuestro país en el año 2002 y la crisis internacional 2007-2008, tienen en su origen falencias en las prácticas de Gobierno Corporativo.

### Crisis 2002 en Uruguay

En este sentido, el Cr. Jorge Ottavianelli, Superintendente de Servicios Financieros del BCU, en su trabajo titulado “La crisis financiera en Uruguay del año 2002 y los problemas de Gobierno Corporativo”, expone la visión de diversos autores en la materia que han realizado análisis buscando relacionar las crisis bancarias con las prácticas de Gobierno Corporativo.

Uno de los autores mencionados es Anderson, quien expresa que el Gobierno Corporativo de los bancos japoneses afectó la duración y la intensidad de la crisis en ese país y en su análisis no encuentra una relación directa entre los resultados de los bancos y los cambios de los CEO. Por tanto concluye que la no aplicación de mecanismos externos de Gobierno Corporativo, incrementó la crisis del sistema.<sup>51</sup>

Por su parte Jensen, en el año 2004, realizó un análisis de las quiebras de Enron y Worldcom y otras empresas no financieras, y concluye que buenos sistemas de control interno, así como monitoreo por gente capacitada e íntegra en un bien diseñado sistema de gobierno corporativo son necesarios para mitigar estos problemas.<sup>52</sup>

En consonancia con lo anterior, Desrochers y Fischer realizaron un trabajo en el cual buscan relaciones entre los inconvenientes de Gobierno Corporativo y las quiebras, testeando las hipótesis para el caso colombiano.<sup>53</sup>

Otro autor incluido en el trabajo del Cr. Ottavianelli, ha sido Sang – Woo Nam quien elaboró un estudio sobre la crisis bancaria en Asia en el cual llega a la conclusión de que la citada crisis fue motivada en gran medida por debilidades de Gobierno Corporativo de la banca. Indica también que la falta de transparencia de la información incrementa los problemas de la información asimétrica y agrava la complejidad del Gobierno Corporativo de este tipo de empresas. Esta falta de transparencia y la información asimétrica motiva fuertemente a los gerentes del sector financiero a priorizar los intereses propios por sobre los intereses de el resto de las partes interesadas, generando muchas veces que los gerentes no tomen en consideración los intereses de los accionistas y directores.

---

<sup>51</sup> Anderson, C. y Campbell, T. (2004) Corporate Governance of Japanese Banks. Journal of Corporate Finance. Volume 10, Issue 3.

<sup>52</sup> Jensen, M. (2004) Agency Costs of Overvalued Equity. European Corporate Governance Institute, Working Paper 39/2004.

<sup>53</sup> Desrochers, Martín y Fischer, Klaus (2002) Corporate governance and depository institutions failure: the case of an emerging market economy. Cirpee Working paper No. 01-02. Laval University, Quebec, Canada.

Sumado a lo anterior, dado el importante papel que desempeñan los bancos en sus empresas clientes, es vital que los mismos lleven a cabo buenas prácticas de gobierno.<sup>54</sup>

Por su parte el Cr. Ottavianelli, en su trabajo mencionado precedentemente, relacionó el diseño de Gobierno Corporativo de cada uno de los bancos que quebraron y la quiebra de los mismos, (Banco La Caja Obrera, Banco de Crédito, Banco Comercial y Banco de Montevideo).

A continuación expondremos los principales problemas de gobierno que presentaban cada uno de los bancos mencionados a juicio del autor:

#### *Banco la Caja Obrera*

- Desvíos importantes en la aplicación de políticas y reglamentos internos tales como apartamientos de las facultades establecidas para conceder créditos, otorgamiento de créditos con líneas vencidas o excediendo líneas sin realizar los estudios adecuados.
- Concentración de riesgo agropecuario (33% del total del portafolio del Sector No Financiero) cuando los bancos privados no estaban asistiendo este sector.
- Faltantes de información económica y financiera en las carpetas de deudores.
- En materia de Dirección se observa que existen carencias en sectores claves. No hay una clara definición de políticas en materia de personal, no hay desarrollo de nuevos productos y existían importantes deficiencias en el control interno.
- El Presidente del Directorio ejerce al mismo tiempo de Gerente General de la Institución.
- En los distintos Comités de gestión se observa la participación de por lo menos dos miembros del Directorio.
- Las funciones de Control Interno están orientadas al cumplimiento normativo y no a riesgos.
- El accionista no ejerce una función de control, independiente de la realizada a través de sus representantes en el Directorio.

#### *Banco de Crédito*

- Los Directores del banco que representaban al Gobierno eran nombrados por el sistema político.
- En el año 2001 la institución tiene un incumplimiento de los requisitos patrimoniales de acuerdo con las normas de U\$S 100 millones, producto de insuficiencia de provisiones, créditos a vinculadas de difícil cobro, saldo del precio de la operación con Banco Pan de Azúcar y pérdidas activadas.

---

<sup>54</sup> Nam, Sang-Woo (2006) Corporate Governance of Banks in Asia. Asian Development Bank Institute, Tokio.

- En el año 1998 esta institución no contaba con Gerente General, centrándose las decisiones en sus Directores, personas de confianza de los accionistas pero en su mayoría sin experiencia en el negocio bancario.
- Las colocaciones a las empresas del grupo alcanzaban al 37% de los riesgos directos y contingentes con el sector no financiero.
- No existía una Gerencia Financiera, distribuyendo las funciones de la misma entre Mesa de Cambios (manejo de tasas pasivas), Tesorería (inversiones), Agencia matriz (corresponsales) y Directorio (tasas activas).
- La institución no tenía un plan estratégico.
- No existía ningún tipo de comité que permitiera coordinar las distintas actividades y decisiones y mitigar alguna de las carencias presentadas por la institución.
- No existía un gerente de riesgos ni un comité que analizara los mismos.
- El banco había sido autorizado a registrar como ganancias los intereses devengados de los créditos con relacionadas a pesar del incumplimiento en el pago de sus obligaciones.

#### *Banco Comercial*

- El banco contaba con una gran cantidad de bonos de tesoro Argentino, los cuales luego de la crisis por la que estaba atravesando el país vecino, habían perdido su valor. Dicha disminución de valor significaba para el Banco Comercial una pérdida de 80 millones de dólares americanos, pero al haber realizado contratos de venta y opciones de venta, dicha pérdida no quedaba reflejada en la contabilidad. Luego se logro demostrar que dichos contratos eran una ficción, no existían contrapartes reales, ya que los mismos eran los accionistas y además los pagos para la cancelación anticipada de los contratos procedían de fondos de la operativa de la banca privada.  
Esta situación se vio agravada cuando se hizo público que los títulos no existían, si bien el dinero para la compra de los mismos salió del banco, este último nunca fue titular de dichos bonos. En la contabilidad se había registrado el egreso de fondos, contabilización que no contaba con documentos de respaldo.
- En relación al otorgamiento de créditos con vinculadas, se constataron las siguientes irregularidades :
  - Insuficiencia de elementos justificativos del crédito (inexistencias de análisis previo a la concesión del crédito, falta de participación del Área de Análisis de crédito, falta del informe del deudor y de la capacidad de pago)
  - Inconsistencias entre los datos que surgen de la carpeta, posiciones de clientes y los borradores de minuta del Comité de Crédito en relación al destino del crédito.
  - Créditos de volumen desmedido en relación a la capacidad de pago del deudor.

- Préstamos destinados a actividades especulativas con un alto riesgo.
  
- El banco tenía un Comité de Auditoría que integraban dos directores y el Controller. El Comité si bien tenía actas, jamás se reunía y sólo se cumplían formalidades. Por lo tanto, este Comité no aprobaba ni seguía el plan de Auditoría del Banco.
- Uno de los directores contaba con potestades crediticias mayores que el Comité de Crédito, por lo que la actuación de éste era sólo formal, los créditos irregulares recibieron la aprobación de este Comité, pero no tenían un análisis por parte del mismo.

#### Banco de Montevideo

- A febrero de 2002, el banco tenía colocaciones con partes relacionadas equivalentes a un 133% de su patrimonio y ya en marzo habían llegado a ser el doble del mismo.
- Los créditos con partes relacionadas se concedieron sin la aprobación del Comité de Créditos y las carpetas de crédito presentan faltantes de documentación.
- El banco contaba con títulos de Velox Investment Company, inversión que no estaba permitida por el Banco Central del Uruguay, ya que ambas empresas tenían personal superior en común. Con el objetivo de presentar ante el BCU sus Estados Contables y de no mostrar mayor exposición en las empresas del grupo, se empezó a cambiar las posiciones de algunos clientes, sin aparente conocimiento de los mismos, vendiéndoles títulos de estas empresas.
- Como garantía de un préstamo solicitado a otro banco de plaza, los directores recurrieron a bienes dados en custodia por terceros. El dinero obtenido con este préstamo fue desviado a otras empresas vinculadas en el exterior. Además este préstamo no fue contabilizado y supuestamente la gerencia no tenía conocimiento del mismo.
- En consonancia con el punto anterior, se utilizaron bienes de terceros para prendas con bancos del exterior, operación que fue autorizada por lo directores del banco, pero a espaldas de la gerencia.
- Con el objetivo de mejorar los escuetos márgenes patrimoniales que gozaba el banco a principios del año 2002, así como evitar la formación obligatoria de provisiones exigidas por el BCU, el banco presentó una serie de créditos como cancelados. Sin embargo estos créditos, los cuales no justificaban el monto ni el destino del mismo, pertenecían a empresas del grupo.

Para este trabajo la metodología utilizada por el Cr. Ottavianelli, consistió en la creación de un indicador de cumplimiento de estándares de Gobierno Corporativo, denominándolo IGoBan (Índice de Gobierno de los Bancos), asignándole 1 a cada estándar incumplido y 0

a cada cumplido; por lo cual aquella institución con mayor IGoBan, será una institución con mayor incumplimiento de los estándares de Gobierno Corporativo.

Los resultados observados en este trabajo, realizado en una población de 20 instituciones bancarias, dejaron en descubierto que los estándares de Gobierno Corporativo con mayor incumplimiento por parte de los bancos de la plaza uruguaya, eran al momento de la crisis 2002, los siguientes:

- Definición de la estrategia de riesgos (13 incumplimientos)
- La implementación del sistema de riesgos (13 incumplimientos)
- La calidad de los directores (10 incumplimientos)
- Supervisión de capital (10 incumplimientos)
- El funcionamiento del comité de auditoría (9 incumplimientos)
- La definición de estrategia y seguimiento (8 incumplimientos)

Lo anterior permite al autor concluir que al principio de la crisis, los mayores inconvenientes en relación al Gobierno Corporativo de la banca, se centraba en el funcionamiento de los Directorios y los sistemas de riesgos. Concluye además que todas las instituciones incumplen al menos un estándar y que el 50% de los bancos a diciembre de 2001 no cumplía por lo menos con cinco estándares de Gobierno Corporativo.

Para el caso de los bancos que quebraron con la crisis del 2002 (Banco Comercial, Banco de Crédito, Banco La Caja Obrera y Banco de Montevideo), los mismos eran los que incumplían más estándares (por lo menos 10), llegando al autor a la conclusión de que existe una correlación directa entre el mal funcionamiento del Gobierno Corporativo y la quiebra de estos bancos.

El autor arriba a la conclusión de que “...esta situación económica fue consecuencia no sólo de las condiciones macroeconómicas locales e internacionales sino también de las debilidades de Gobierno Corporativo que presentaban las instituciones bancarias vinculadas a los accionistas, a los Directores, a la Alta Gerencia, al Control Interno, al sistema de incentivos y remuneraciones y a la transparencia y la revelación de información. El cumplimiento estricto de estos principios es condición para un buen desempeño de las instituciones y resultan más relevantes para las instituciones bancarias dado el rol que los mismos cumplen en la economía. Al comparar la situación de los cuatro bancos liquidados, se encuentra que los mismos no cumplen con los principios citados para los accionistas, el Directorio, la Alta Gerencia, el Control Interno y la transparencia y la revelación de información...”

### Crisis internacional 2007-2008

Así como el Cr. Jorge Ottiavianelli relacionó la crisis 2002 en nuestro país con el incumplimiento de los estándares de Gobierno Corporativo por parte de los bancos; los autores David Erkens, Mingyi Hung y Pedro Matos, pertenecientes a la Universidad de Carolina del Sur, EE.UU., en su trabajo titulado “Corporate Governance in the 2007-2008 Financial Crisis: Evidence from Financial Institutions Worldwide”, realizaron una investigación en 296 empresas de 30 países sobre el papel del Gobierno Corporativo en la crisis financiera del año 2007-2008.

Estos últimos concluyeron que las firmas con directorios más independientes, en relación a la composición de sus miembros, y de propiedad institucional; tenían mayores probabilidades de reemplazar a sus CEOs por obtener bajos rendimientos durante la crisis y además fueron quienes sufrieron mayores pérdidas.

Relacionado con lo anterior, mencionan que si bien los accionistas cumplieron con sus funciones de control, en la medida que destituyeron a los CEOs por los bajos rendimientos, por otra parte fueron ellos mismos los que alentaron a invertir en las hipotecas de alto riesgo (Subprime) antes de la crisis, las que llevaron a generar elevadas pérdidas durante el período de crisis. En este sentido los autores expresan que los accionistas en la búsqueda de la maximización del valor de sus acciones, han incentivado a los administradores a asumir un mayor riesgo pre crisis, el cual encontraron guarda una relación directa con la propiedad institucional y la presencia de grandes accionistas.

Así como los autores anteriormente mencionados han intentado demostrar una relación positiva directa entre malas prácticas de Gobierno Corporativo y la crisis 2007-2008, otros autores han intentado lo mismo. Uno de ellos es el economista español Narcis Serra, actual presidente de la “Caixa de Catalunya” de España, el cual en una presentación realizada en Santiago de Chile y más precisamente en la Universidad Diego Portales, expone un análisis de la crisis internacional.

En dicha exposición menciona las causas de la actual crisis, entre ellas fallos de Gobierno Corporativo, las que resumen en dos:

- 1) El desconocimiento de los productos financieros y la exposición de los mismos. “... Existen ejemplos de bancos que parecen importantísimos, de primera línea, y cuyos consejos de administración no entendían los derivados, ni que era un CDO2, ni cómo se había estructurado un vehículo fuera de su balance. Entonces, los órganos de gobierno no sabían lo que estaban gobernando, y esto ocurrió no para un banco de provincia de un país emergente, sino para bancos muy grandes de países desarrollados...”

- 2) El sistema de remuneraciones. “...Los bonos iban por la cantidad de créditos que se otorgaban, y si yo cobro por la cantidad de créditos que otorgo, miro poco el riesgo, porque lo que me interesa es la cantidad. Ese sistema de remuneraciones decidido por los propios ejecutivos ha sido un factor importantísimo, hasta el punto de que el G20 lo ha estudiado de manera destacada...”

El autor remarca que ha habido fallos en los sistemas de remuneraciones por incentivos, ya que los bonos variables estaban vinculados a cantidades, los salarios eran excesivos, destacando que no existe ningún trabajo humano que pueda ser remunerado con un salario de cincuenta millones de dólares anuales, como era el caso de algunos ejecutivos de las firmas que quebraron, que llevaban adelante su gestión en base a cantidades y no a indicadores de calidad de gestión o de mantenimiento de rigor frente al riesgo.

Dejando de lado la opinión de Narcis Serra, pero en sintonía con lo expresado con referencia a los sistemas de remuneraciones, la Comisión de las Comunidades Europeas, en Bruselas el 30 de abril de 2009, emitió una serie de recomendaciones con relación al sistema de remuneración de los consejeros de las empresas que cotizan en bolsa.

Estas recomendaciones están basadas en que a entender de la Comisión, la crisis internacional demostró que los sistemas de remuneración son cada vez más complejos, estando demasiado focalizados al corto plazo y en ciertos casos han llevado a niveles excesivos de remuneración injustificados con los resultados logrados.

Comentaremos a continuación, las recomendaciones planteadas por la mencionada comisión:

- En aquellos casos en los cuales la remuneración tenga un componente variable, se recomienda que el componente fijo de esta, sea suficiente como para que la empresa en casos de incumplimiento de los criterios de rendimiento que se hubieran establecido, pueda no abonar el componente variable.
- Los componentes variables deben estar relacionados con el cumplimiento de pautas de rendimiento cuantificables y preestablecidas. Estas pautas deben impulsar la sostenibilidad de la empresa en el largo plazo y contener criterios tanto financieros como no financieros, que sean adecuados para la creación de valor a largo plazo
- Al abonar componentes variables, una porción importante del mismo debería de postergarse en el tiempo, a los efectos de constatar el cumplimiento de las pautas fijadas previamente.
- Los contratos concernientes a remuneraciones deberían de incluir alguna cláusula que permita a la empresa exigir el reembolso de los componentes variables que se hayan pago tomando en cuenta datos cuya inexactitud quede demostrada después en forma manifiesta.

- En caso de rescisión de contratos, los pagos por compensación de los mismos, no deberían de superar de un importe previamente establecido o un número de años de remuneración anual, usualmente, no más de dos años del componente fijo. Estos pagos no deben efectuarse cuando la causa de rescisión del contrato se deba a un inapropiado rendimiento.
- Cuando existan remuneraciones con acciones, la transmisión de la propiedad de las mismas, no debe hacerse efectiva hasta cumplido al menos tres años desde su otorgamiento. Una vez transcurrido dicho plazo, los consejeros deberán de conservar un cierto número de las acciones recibidas, equivalentes a por ejemplo dos veces el valor de la remuneración anual total (componente fijo más componente variable), hasta finalizar su mandato.

Respaldando las opiniones anteriormente citadas, el español doctor en Derecho, Rafael Mateu de Ros, secretario general y consejero de Bakinter S.A. premiado por la revista “The Banker” como el mejor banco español en 2010, y autor del libro “Código unificado de Gobierno Corporativo”; ha manifestado su opinión a la relación existente entre las causas de la crisis y las malas prácticas de Gobierno Corporativo.

Mateu de Ros <sup>55</sup> señala que varias de las características del buen gobierno empresarial han evidenciado gran debilidad ante la crisis.

En primer lugar menciona a la propia definición de la empresa cotizada, como la creación de valor para los accionistas, plasmada en el incremento inmediato en el precio de la cotización de las accionistas; planteándose la interrogante de si es correcto vincular la misión de una sociedad a la volatilidad de las bolsas.

En segundo lugar, plantea como debilidad a la estructura de Gobierno Corporativo propiamente dicha, representada en el número óptimo de integrantes del consejo de accionistas, mayoría de miembros externos, mayoría de los independientes entre los externos.

Reafirmando lo anterior, menciona que la crisis ha dejado la siguiente enseñanza: los consejeros externos independientes no son por sí mismos la garantía de un consejo sano y eficaz, por lo que lo más importante es no tener muchos miembros independientes en el consejo sino que dichos consejeros cuenten con experiencia sobre la empresa, el sector y capacidad suficiente como para evaluar y tomar decisiones sobre las propuestas así como con el conocimiento de los riesgos que afectan a la empresa.

Por otra parte, la crisis según el autor evidenció la importancia de la separación entre la propiedad y la gestión, y para ello es fundamental que el consejo esté representado en mayor proporción por representantes de los accionistas que por consejeros ejecutivos. En este sentido el autor manifiesta que “Un modelo de consejo de accionistas frente al

---

<sup>55</sup> “El buen gobierno corporativo en época de crisis” Rafael Mateu de Ros – Elpaís.com (28/12/2008).

clásico de ejecutivos autosuficiente, en el que algunos directivos se creen que son los dueños de la sociedad, o el inútil y utópico consejo de independientes”.

A los efectos de finalizar con este capítulo, y con ello nuestra intención de demostrar que la crisis internacional 2007-2008 tienen en su origen falencias en las prácticas de Gobierno Corporativo, expondremos la opinión de Aldo Olcese, Licenciado en Ciencias Económicas, presidente en España de Société Générale, de Deutsche Telekom y del banco de inversión Fire Wall, además de presidente del Instituto Español de Analistas Financieros y de la Real Academia de Economía y quien dadas sus declaraciones en una entrevista realizada en VEO TV<sup>56</sup>; nos ha inspirado para llevar adelante este trabajo.

En esta entrevista el Lic. Olcese manifestó que si bien la percepción de lo que originó la crisis fue la falta de transparencia por la ocultación que algunos bancos hicieron de los productos “tóxicos” frente a sus inversores, a sus accionistas y a la sociedad, poco se habló del Gobierno Corporativo.

Al preguntar sobre en qué ha fallado el Gobierno Corporativo, el autor responde expresando que lo dramático es cuando el presidente de un gran banco, como Lehman Brothers, cuando le preguntan cómo es posible que sus recursos propios estén 250 veces comprometidos en inversiones crediticias de riesgo elevado, exprese que no entiende lo que ha pasado.

En el mismo sentido, menciona que lo más agravante aún es que la mayoría de los consejeros no entendía los productos financieros de tercera generación pero igual los autorizaban, causado por la falta de especialización para entender los productos y los riesgos asociados a los mismos para sus empresas y para los clientes.

El autor agrega que “No puede volver a ocurrir y, para mí, es un problema de gobierno corporativo, de nivel de información, de capacitación, de ética personal. No se puede estar en un consejo de administración tomando decisiones sobre cuestiones que no entiendes. Es como decir a un padre de familia que tome decisiones que afectan a sus hijos sin saber su alcance...Se puede estar en esos consejos con la mejor de las intenciones, pero no es suficiente; hay que tener formación profunda en las finanzas y en sus mecanismos”.

En cuanto al tan mencionada sistema de remuneración de los altos ejecutivos, el Lic. Olcese expresa que además de ser motivador, el mismo no debe ser abusivo y deberá de estar relacionado con objetivos de mediano y largo plazo y no al corto plazo como los son las fluctuaciones de la cotización bursátil.

---

<sup>56</sup> Entrevista realizada a Aldo Olcese en VEO TV, publicada en Expansión.com por Jesús Martínez de Rioja. Diciembre 2008.

Dado todo lo que hemos expuesto en este capítulo, en nuestra opinión expresamos, que tanto la crisis vivida en nuestro país en el año 2002 y la crisis internacional 2007-2008, tienen en su origen falencias en las prácticas de Gobierno Corporativo.

#### **4. ANÁLISIS DE LOS DATOS RECABADOS EN NUESTRO TRABAJO DE CAMPO**

Como hemos mencionado en la introducción de este trabajo, el método de recolección de los datos que hemos utilizado, fue la entrevista estructurada, en la cual planteamos una serie de preguntas enmarcadas en los principios de Gobierno Corporativo de la OCDE, con la finalidad de dar evidencia de realización de malas prácticas por parte de las empresas entrevistadas.

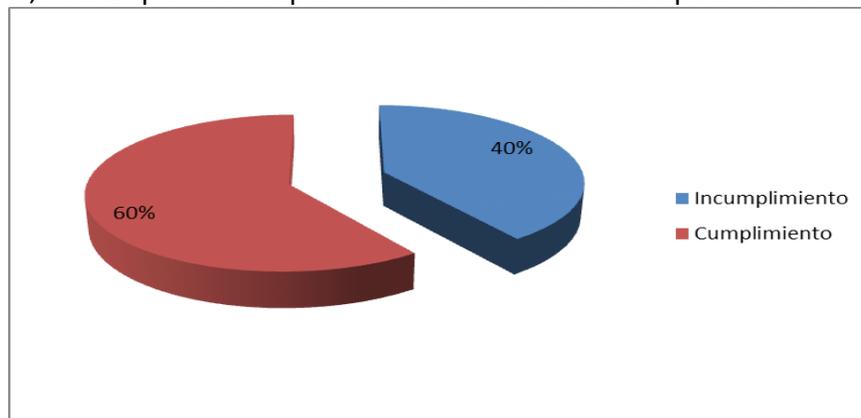
A continuación procederemos a analizar los resultados obtenidos en dichas entrevistas, que constaron en quince, realizadas a diez empresas que se encuentran obligadas a seguir prácticas de Gobierno Corporativo:

##### **❖ *Garantizar la base de un marco eficaz para el gobierno corporativo***

1. ¿Para Usted en la compañía, se promueve internamente la transparencia de la información? ¿A través de qué mecanismos? ¿Agregaría algún mecanismo a los actuales?

En base a las respuestas a esta pregunta, constatamos que la mayoría de las empresas entrevistadas al preguntarles sobre la promoción de la transparencia de la información interna; no cuentan con el suficiente conocimiento y/o no le atribuyen la importancia que merece este asunto, no así con lo relacionado a la transparencia externa, y en muchos casos la primera es confundida con esta última. En este sentido nos ha llamado la atención la respuesta de una de las empresas que ha manifestado que dentro de los mecanismos para la favorecer la transparencia interna, a los estatutos sociales, los que en nuestra opinión es una importante confusión.

De los resultados propiamente dichos de esta pregunta, surge que el 40% de las empresas entrevistadas, no cumplen con la promoción interna de la transparencia de la información.

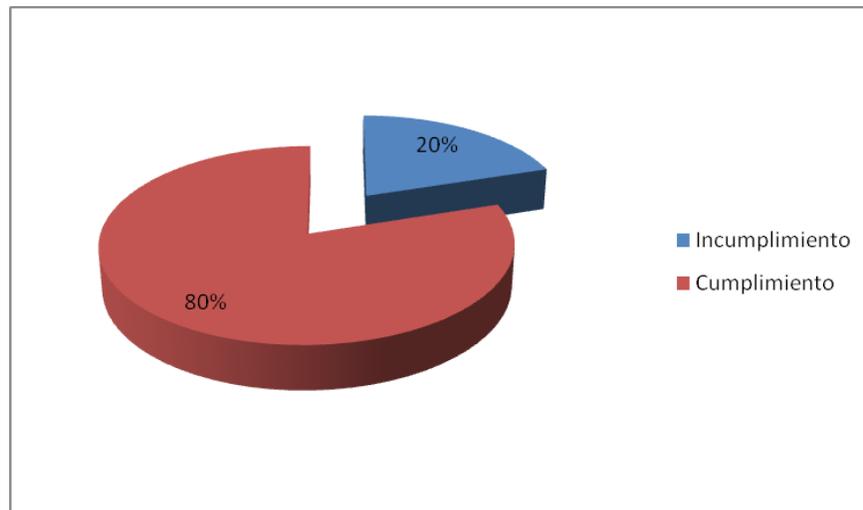


Transparencia interna de la información.

2. ¿Entiende que el reparto de responsabilidades entre las distintas autoridades de la compañía (supervisoras, reguladoras y ejecutoras) se realiza a través de la evaluación de la competencia para desempeñar las mismas? ¿existen otros factores que inciden en el reparto de las responsabilidades?

Las respuestas obtenidas de la pregunta anterior, demuestran que el reparto de las responsabilidades en nuestra muestra de estudio, se realiza de acuerdo a las competencias de las personas que desempeñarán dichos cargos. Lo anterior se demuestra en un alto cumplimiento al principio detrás de nuestra pregunta, un 80% cumple con el mismo.

Sin embargo, hemos visualizado la carencia de elementos formales a la hora de designar nuevos cargos, reclutara a las personas para desempeñar los mismos, así como las formas de evaluación de desempeño.



Reparto de responsabilidades a través de la competencia.

Para el primer principio encontramos en promedio, una relación positiva entre los resultados de ambas preguntas, generando que en promedio un 30% incumple con dicho principio de buenas prácticas.

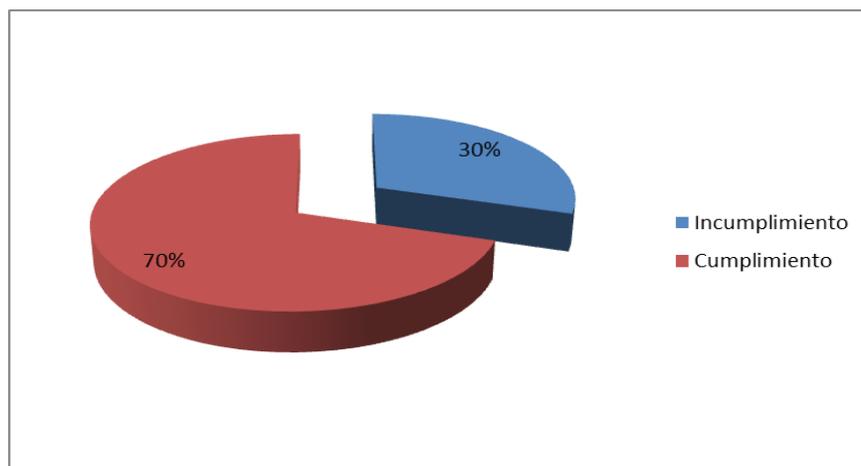
❖ ***Los Derechos de los accionistas y funciones clave en el ámbito de la propiedad***

3. ¿Qué mecanismos se utilizan en la compañía a los efectos de facilitar el ejercicio de los derechos de los accionistas, en cuanto a obtención de información relevante, participación de forma efectiva y votación en las respectivas Asambleas?

Lo destacable de las respuestas a esta pregunta, es que en la mayoría de los casos, hemos constatado, que es respetado el derecho de los accionistas en cuanto a la obtención de

información relevante, brindándoles dicha información a los mismos antes, durante y posterior a la celebración de las Asambleas.

Lo anterior es representado por a nuestro entender un bajo incumplimiento al principio que nos atañe en esta pregunta, con un 30% de incumplimiento y un 70% de cumplimiento a dicho principio.



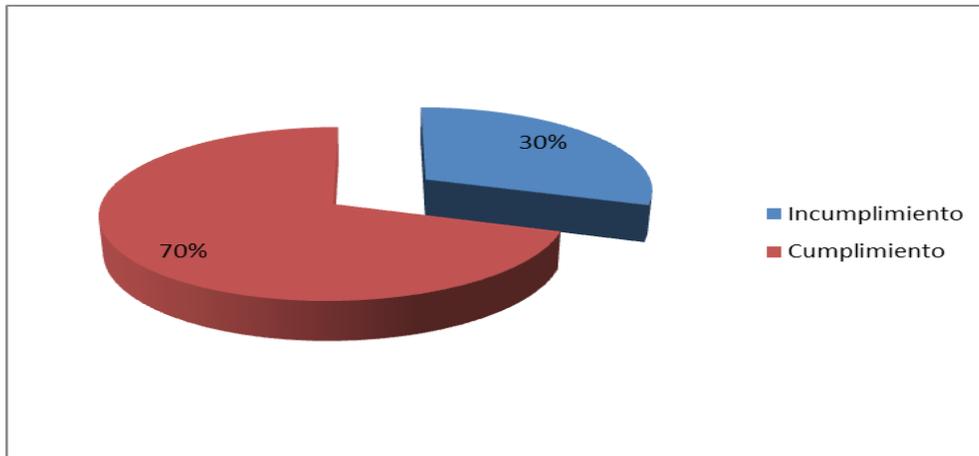
Ejercicio de los derechos de los accionistas.

#### ❖ ***Tratamiento equitativo de los accionistas***

4. ¿En las Asambleas de accionistas, se aplica la “regla de abstención”, entendiéndose por dicha regla, la obligación a los accionistas significativos a no votar en las decisiones en las que directa o indirectamente tengan un interés propio?

En casi la mitad de las empresas de nuestra muestra de estudio, al realizar esta pregunta, nos han respondido que la mencionada “regla de abstención” no es aplicable a sus empresas, ya sea porque los accionistas se encuentran en la gestión del negocio o porque existe un solo accionista en las mismas. Ante esta situación hemos tomado como criterio general para los casos de no aplicación de un principio, que la empresa no puede dejar de cumplir aquel que no le es aplicable; por ende y a los efectos de poder plasmar resultados globales, hemos decidido que estas empresas cumplen con este criterio.

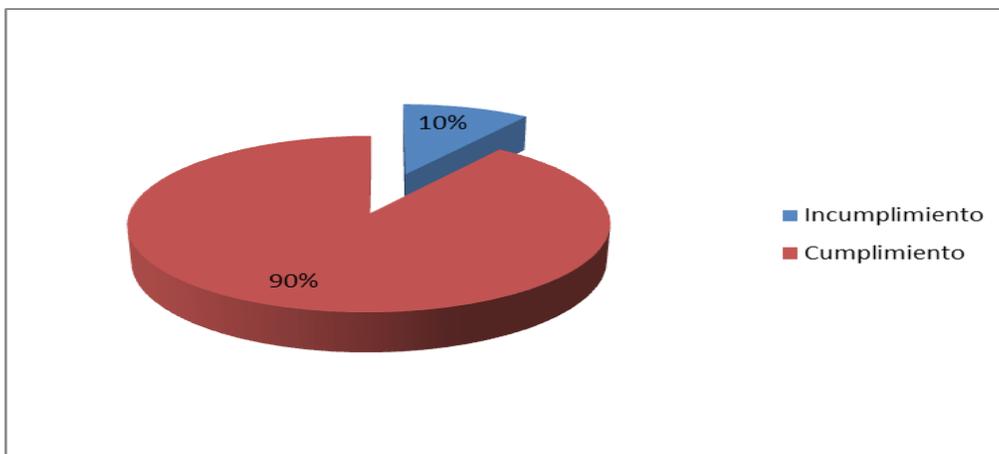
Bajo el anterior criterio, los resultados obtenidos demuestran que un 70% de las empresas entrevistadas, cumplen con la “regla de abstención”. Dentro del restante 30% nos llamó la atención la respuesta de una de las empresas entrevistadas que expresó que no se aplica dicha regla, donde todos los accionistas votan aunque tengan intereses propios en la decisión que se resuelva en la asamblea; pero mencionando que dicha respuesta se justifica en las características propias del accionariado y que los asuntos que implican conflictos de intereses no se resuelven en la asamblea de accionistas, si no en el directorio donde existen otros elementos y el principal es que el mismo detenta la gestión y no la propiedad del negocio.



Cumplimiento a la “regla de abstención” en cuanto a la votación de accionistas significativos con un interés propio en las decisiones.

5. ¿La Asamblea de accionistas (Ordinaria o Extraordinaria), es un órgano que permite a todos los accionistas el tener acceso directo y público al Directorio y a las decisiones que en él se toman (definición de la estrategia de la compañía, políticas financieras, resultados de los negocios)?

El acceso al Directorio por parte de los accionistas, para el caso de las empresas de la muestra, es casi en su totalidad, llegando a un 90% de cumplimiento, destacándose la importancia que le asignan las empresas al brindar información en las asambleas de accionistas a los participantes de las mismas.



Acceso directo y público al directorio por parte de los accionistas.

6. ¿Se establecen medidas de protección a los accionistas minoritarios y/o extranjeros, frente a transacciones extraordinarias, como fusiones y venta de partes sustanciales del activo social, comunicándose de forma clara y directa, con el fin de que los inversores entiendan sus derechos y posibles recursos? ¿Puede enumerarnos alguna de ellas?

El porcentaje de cumplimiento al principio detrás de la pregunta que formulamos, demuestra por sí sólo el cumplimiento total del mismo, llegando a un 100% de la muestra.

Cabe mencionar, que ante esta pregunta se ha dado una situación similar a la pregunta número cuatro, con respecto a la no aplicación del principio subyacente.

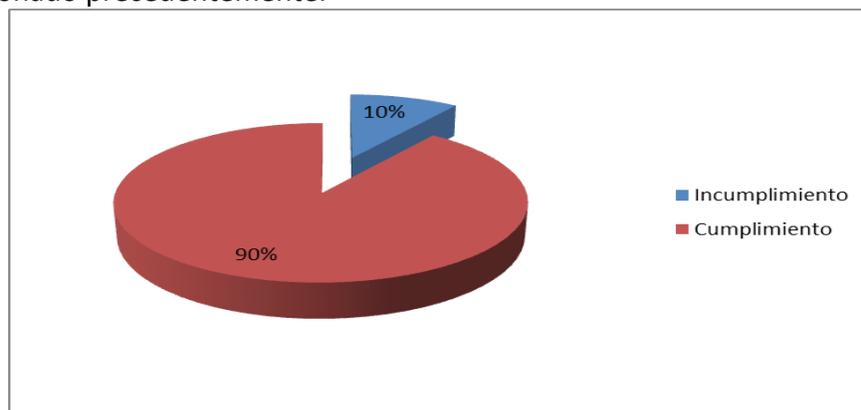
Por otra parte, si vemos los resultados globales del principio en el cual enmarcamos las tres preguntas precedentes, notamos el menor incumplimiento de todos los principios desarrollados, ya que las empresas entrevistadas contaban con buenas prácticas en cuanto al tratamiento equitativo de los accionistas, lo que se vio reflejado que en promedio un 13% no cumple con las mismas.

❖ ***El papel de las partes interesadas en el ámbito del gobierno corporativo***

7. ¿Existen en la compañía mecanismos para favorecer la participación de los empleados, puede mencionarme alguno de ellos?

Los resultados obtenidos dan evidencia del claro interés de las empresas por la participación de los empleados, a través de la interiorización tanto de la estrategia como de los objetivos particulares de cada uno de los sectores de las mismas. Lo anterior se ve reflejado en un 10% de incumplimiento respecto a nuestra muestra de 10 empresas.

Nuevamente nos vemos sorprendidos a la respuesta de una empresa que manifiesta lisa y llanamente que no existe ningún mecanismo en este asunto, empresa que representa el 10% mencionado precedentemente.

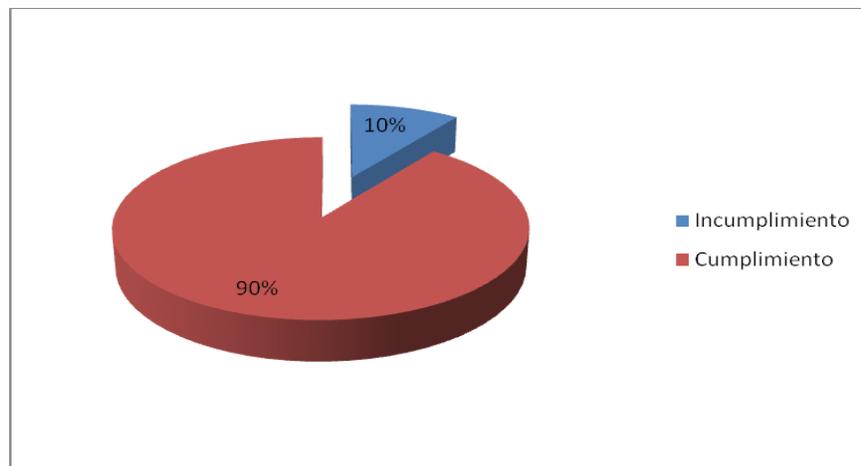


Mecanismos para favorecer a los empleados.

8. ¿A través de qué mecanismos, las partes interesadas en la compañía, incluidos los empleados, pueden manifestar libremente al Directorio, sus preocupaciones en relación con posibles prácticas ilegales o no éticas, de forma que sus derechos no queden comprometidos por realizar este tipo de manifestaciones?

Las respuestas al igual que en la pregunta anterior, reflejan que las empresas entrevistadas se encuentran interesadas en la protección de los derechos de los denunciantes.

Cabe mencionar que los mecanismos para la manifestación de las denuncias son en su mayoría a través de canales informales y no se encuentran plasmados en códigos de conducta, si no que se encuentran en la cultura de cada organización. Dentro de estos mecanismos nos encontramos desde buzonas de quejas, correos electrónicos anónimos, así como conversaciones informales basadas en la confianza entre los denunciantes y los altos cargos de las compañías.



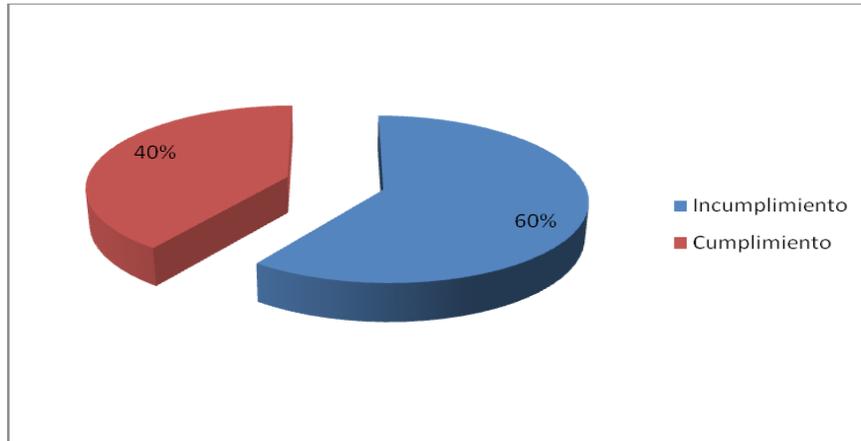
Libre manifestación de partes interesadas ante prácticas ilegales o no éticas.

9. ¿Existe en la compañía un marco efectivo y eficaz, plasmado en políticas concretas, para casos de insolvencia? ¿Puede mencionar algunas de estas políticas?

Antes de comentar los resultados analizados, es importante mencionar que ya en la literatura en la que nos basamos para realizar estas preguntas, nos anticipaba que la mayoría de las empresas, ante el miedo a situaciones de insolvencia, no se plantean soluciones para dichos casos.

Dicho lo anterior, los resultados confirman la teoría, siendo una de las preguntas con mayor incumplimiento, reflejado en un 60 % del total de las empresas entrevistadas.

El no contar con políticas concretas para casos de insolvencia, en su mayoría, las empresas fundamentan su respuesta en la confianza en la estructura actual del negocio, alegando que con las mismas no es posible llegar a situaciones de insolvencia, como por ejemplo un determinado nivel de patrimonio que excede ampliamente sus pasivos.



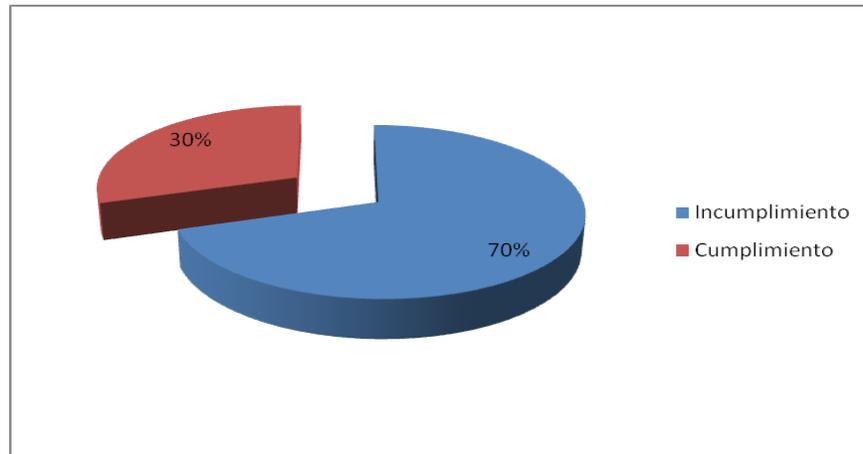
Políticas concretas para casos de insolvencia.

10. ¿De qué manera se analizan los factores de riesgo que afectan a la organización? ¿Se miden cuantitativa y cualitativamente la magnitud de dichos riesgos? ¿De qué modo dichos factores de riesgo se internalizan en la organización?

El criterio que hemos utilizado para analizar el cumplimiento o no a estas preguntas, es que se cumpla cada una de ellas en su totalidad, o sea que las empresas no solo analicen y midan cuantitativa y cualitativamente los riesgos, sino que también que los mismos sean internalizados dentro de las mismas, por lo que los cumplimientos parciales, fueron consideradas como un no cumplimiento al principio plasmado en las preguntas.

Ante este criterio hemos constatado que en la gran mayoría de las empresas entrevistadas, si bien se analizan los riesgos y se miden cuantitativa y cualitativamente, los mismos no son internalizados dentro de la organización, esto se traduce en un 70% de incumplimiento del total de nuestra muestra.

Nos parece interesante mencionar que varios de los entrevistados, al hablar de riesgos, en una primera instancia, solamente hacen referencia a los comerciales, olvidando otros tipos de riesgos.



Análisis, medición e internalización de los factores de riesgo.

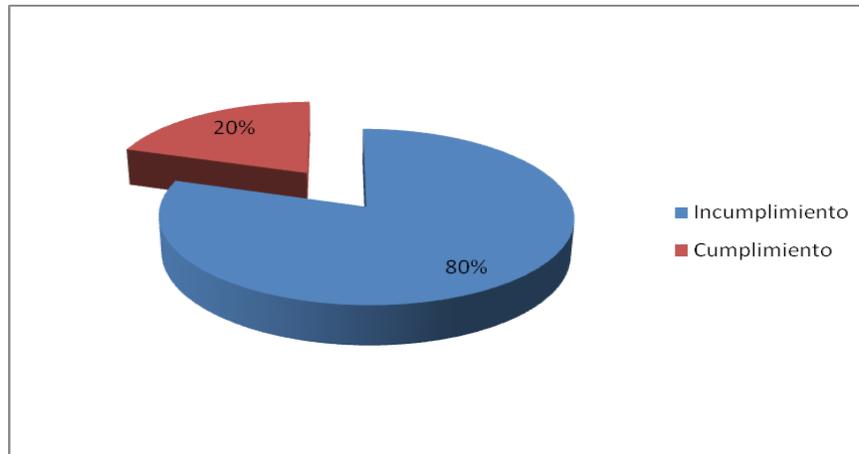
Si bien en resultados promedios globales para este principio se refleja que solo un 37,5% no cumple con las buenas prácticas relacionadas con el papel de las partes interesadas en el Gobierno Corporativo, hemos de hacer notar que dicho promedio se encuentra distorsionado por dos situaciones contrapuestas. Como se puede visualizar, las dos primeras preguntas que componen el presente principio en promedio arrojan un resultado global de 10% de incumplimiento, mientras que las dos restantes representan en promedio un 65% de incumplimiento.

❖ ***Divulgación de datos y transparencia***

11. ¿Se divulgan las remuneraciones del Directorio y personal superior, así como sus méritos, el proceso de selección, los cargos directivos desempeñados anteriormente y su vinculación con otras empresas?

Sin dejar de lado la importancia de la divulgación de estos datos, relacionada a la transparencia empresarial que demuestra el compromiso de los directivos en el desempeño de sus cargos, cabe destacar la relevancia de la cultura empresarial de nuestro país en cuanto a la reserva a la transparencia en general y a difundir ciertos datos personales como lo son los salarios, los cuales tienden a ser confidenciales.

Dada la anterior salvedad, no es de extrañar que el resultado global obtenido a la pregunta anterior sea un amplio incumplimiento (80%).

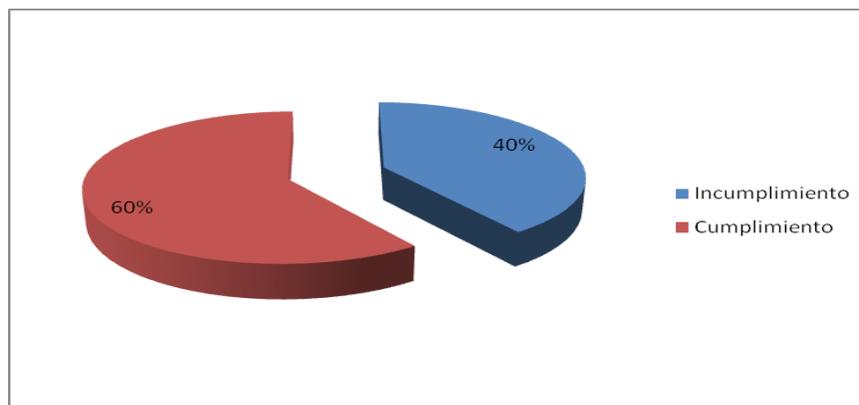


Divulgación de información referente a los integrantes del directorio.

12. ¿Cuáles son las causas y la finalidad principal de la divulgación de los Estados Contables en forma oportuna?

El objetivo que hemos perseguido con esta pregunta es observar si las empresas divulgan sus Estados Contables con un fin meramente de cumplir con la legislación vigente o si van más allá de lo anterior, buscando la transparencia hacia todos los interesados en las mismas.

Enmarcado en lo anterior, los resultados analizados demuestran que un 40% de las empresas entrevistadas no cumplen con el principio subyacente de la pregunta, donde la causa principal de presentación en tiempo y forma de los Estados Contables es totalmente legal, con lo que sin obligación legal no presentarían dichos estados.



Causas y finalidad de la divulgación de los Estados Contables.

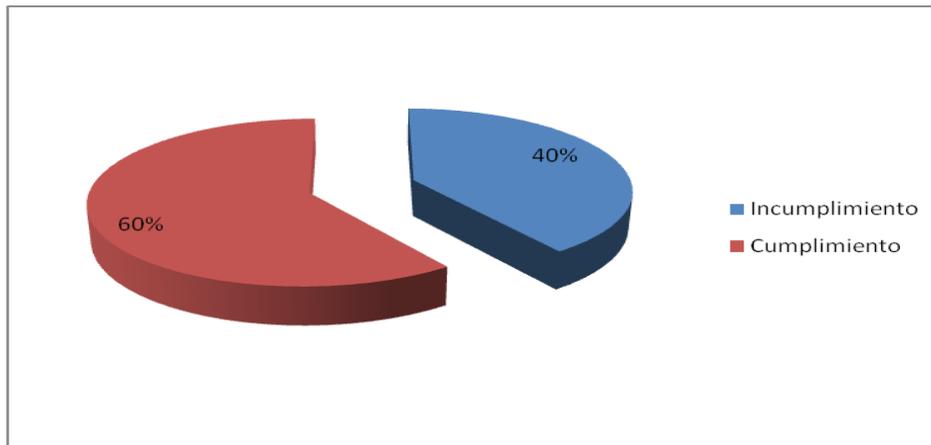
Dados los resultados comentados precedentemente, concluimos para este principio que en promedio un 60% de las empresas entrevistadas no cumple con el principio de divulgación de datos y transparencia.

❖ **Las responsabilidades del consejo**

13. ¿Qué tipo de represalias se aplican a los miembros del Directorio en caso de incumplimiento de sus responsabilidades?

A los efectos de evaluar las respuestas a la presente pregunta nos hemos basado en la existencia de mecanismos formales de represalias para el caso de miembros del Directorio que incumplan en sus funciones; y en la rigurosidad de los mismos.

Ante el criterio expuesto, llegamos a la conclusión de que el 40% de la muestra entrevistada no cumple con el principio de aplicación de represalias a los miembros del Directorio. Cabe mencionar que dentro de este 40%, las represalias a las responsabilidades del Directorio las dejan libradas a lo establecido por las normas vigentes en nuestro país.



Represalias al directorio por el incumplimiento de sus responsabilidades.

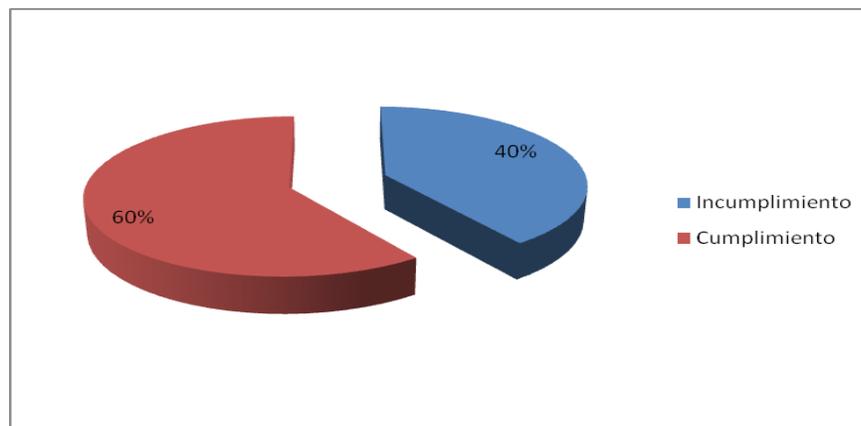
14. ¿Qué relación existe entre la política de remuneración del directorio y los altos ejecutivos de la compañía y los resultados financieros o el éxito o fracaso de los proyectos de negocios? ¿Existe una relación directa entre estas remuneraciones y esos resultados?

El objetivo perseguido en esta pregunta se basa en que como hemos mencionado en el presente trabajo, los sistemas de remuneraciones aplicados por las empresas, deben ser cautos en cuanto a los componentes variables, debiendo estar enfocados a resultados de largo plazo y con su cobro aplazado en el tiempo con la consolidación de los mismos. Para las respuestas en concreto, consideramos cuatro situaciones posibles:

- La no existencia de una relación directa, en la cual el componente de remuneración es solamente fijo, por lo que a nuestro criterio cumple con el principio de buena práctica de Gobierno Corporativo.

- La existencia de un componente fijo más un componente variable asociado a los resultados a largo plazo, por lo que tomamos el mismo criterio que para la situación anterior.
- La existencia de un componente fijo más un componente variable asociado ya no a los resultados a largo plazo, sino a objetivos puntuales, previamente definidos, de gestión y medibles, por lo que tomamos el mismo criterio que para las dos primeras situaciones.
- La existencia de un único componente variable o un componente fijo más un componente variable asociados a los resultados a corto plazo, por lo que a nuestro criterio no cumple con el principio de buena práctica de Gobierno Corporativo.

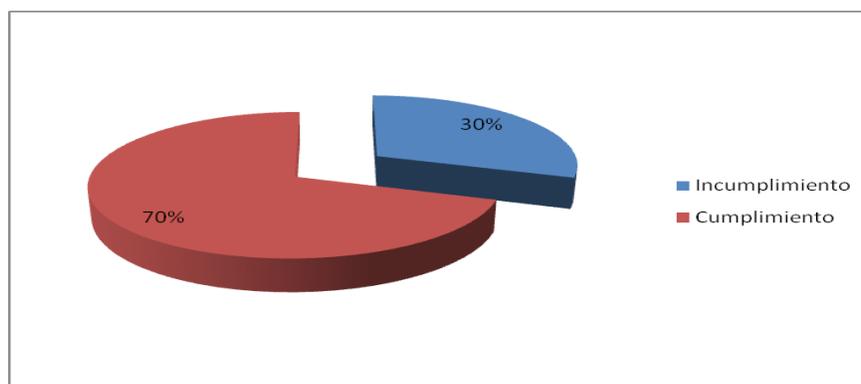
Dados los criterios considerados precedentemente, el resultado obtenido ha sido que un 40% de nuestra muestra, incumple con un componente sustancial del principio de Gobierno Corporativo en cuanto a responsabilidades del consejo, como lo son los sistemas de remuneraciones.



Relación entre política de remuneraciones y resultados financieros.

#### 15. ¿Qué mecanismos utiliza el consejo a efectos de control de la Dirección?

Ante esta pregunta, notamos una respuesta que a los entrevistados no les generó mayores inconvenientes responder, los cuales entienden la importancia del control del accionariado hacia los Directores, demostrando una clara separación de funciones entre la gestión, la dirección y los accionistas. Los mecanismos que se utilizan para el efectivo control son llevados a cabo por síndicos, comisiones fiscales, auditores internos y externos.



Mecanismos de control de la dirección.

Para este principio en particular, vemos que las respuestas a las tres preguntas que realizamos guardan una relación positiva, dado que las mismas cuentan con un similar porcentaje de incumplimiento, que en promedio resulta en un 37%.

A los efectos de finalizar con el análisis de los datos recabados en nuestro trabajo de campo, y en pos de brindar al lector una visión general acerca de los resultados obtenidos en el mismo, arribamos a que en promedio sobre las 10 empresas entrevistadas, y las 15 preguntas formuladas, un 34% de la totalidad de las buenas prácticas subyacentes en las anteriores preguntas no son cumplidas.

A lo anterior, nos parece interesante agregar que de las 10 empresas entrevistadas encontramos resultados diversos, donde 3 de ellas incumple más del 50% de las buenas prácticas planteadas en nuestras preguntas, y por el contrario destacamos que una sola empresa cumple con la totalidad de dichas prácticas.

A los resultados arribados precedentemente, entendemos importante adicionar la visión que nos ha quedado luego de preguntar a los entrevistados acerca de si entendían que la crisis mundial 2007-2008 y la crisis 2002 en nuestro país, guardan una relación directa con malas prácticas de Gobierno Corporativo, es decir que en el génesis de las mismas se encuentran las mencionadas malas prácticas.

Ante la pregunta mencionada, recibimos de los entrevistados diversas respuestas, pero en general las respuestas van en concordancia tanto con nuestro objetivo como con la pregunta formulada, o sea que ambas crisis tienen en sus orígenes malas prácticas de Gobierno Corporativo, que a decir de las palabras de los entrevistados serían malas decisiones, errores imperdonables, negligencia, mal gestionar, etc.

Aunque la mayoría de las respuestas son similares en cuanto a la causalidad planteada, en el extremo encontramos entrevistados poco informados pero que logran responder en ese mismo sentido, y por otra parte entrevistados que van más allá de un simple sí de

respuesta y que mencionan que la crisis 2007-2008 se debe principalmente a una exageración de los incentivos de las remuneraciones de la alta dirección en el corto plazo con los resultados de corto plazo, una mala práctica que hemos destacado como una de las principales causas de esta última crisis.

Hemos de hacer notar que cuando realizamos la pregunta anterior, la vinculamos con otra pregunta en relación a cuál eran sus opiniones acerca de reglamentar en Uruguay el Gobierno Corporativo, como es el caso de la ley 18.627. Las respuestas todas tienen un mismo sentido el cual fue plasmado en la entrevista que le realizamos al Dr. Rippe, y es que no debemos de olvidar la realidad de nuestro país, a lo que el resto de los entrevistados agregan que a veces en Uruguay pretendemos ser más realistas que el rey, que tanto nuestro país como el mercado bursátil es pequeño y que a veces los legisladores olvidan esa realidad y que las mencionadas prácticas son positivas pero que no se puede olvidar que al emitir las normas, y obligar la aplicación de dichas prácticas, la contracara son mayores costos para las empresas obligadas.

## **5. CONCLUSIONES**

De acuerdo a la investigación bibliográfica plasmada en el presente trabajo, podríamos llegar a decir que nuestro objetivo ha sido cumplido, o sea que las malas prácticas de Gobierno Corporativo de las empresas, logran desencadenar causas de crisis relacionadas con las mismas, así como también dejan más vulnerables a las empresas ante las crisis.

Por su parte el trabajo de campo realizado, nos permitiría demostrar que las malas prácticas se encuentran en un 90% de las empresas entrevistadas, las cuales cabe mencionar que si bien no son representativas de la totalidad de las empresas en nuestro país; las mismas constituyen una buena porción de las empresas que cotizan o emiten valores en el mercado bursátil uruguayo y que por lo tanto, están obligadas a llevar buenas prácticas de Gobierno Corporativo.

Aunque podría decirse y es una realidad demostrada, que nuestro mercado bursátil no es un mercado desarrollado, y que las empresas emisoras y cotizantes, como mencionamos precedentemente, no son representativas de la realidad empresarial uruguaya; según lo que hemos podido constatar, los inversores institucionales, más concretamente los fondos de pensión (AFAP), son los mayores inversores, quienes captan gran parte de los valores transados en dicho mercado, y de estos depende la maximización de los rendimientos de los futuros retirados.

Por lo anterior, las malas prácticas llevadas a cabo por empresas que transan valores en el mercado bursátil, es mucho más relevante de lo que sería en una empresa que no realice dichas transacciones, ya que las consecuencias de dichas prácticas repercutirían directa y primariamente en los valores invertidos por los fondos de pensión y en última instancia, en todos los ciudadanos a través de los ahorros depositados en dichos fondos.

Aunque el 90% de las preguntas formuladas, y sus principios de buen gobierno implícitos, son incumplidos, en menor o mayor medida por las empresas entrevistadas, entendemos que aquellos que tendrían un mayor impacto en el desencadenamiento de una crisis son los relacionados con el reparto de las responsabilidades, la relación entre la política de remuneraciones y los resultados a corto plazo, el control del directorio por parte de los accionistas, contar con una política para enfrentar posibles insolvencias propias y el análisis e internalización de los factores de riesgo; siendo estos dos últimos los de mayor incumplimiento por parte de las empresas entrevistadas.

Sumado a lo anterior, nos parece interesante destacar que la percepción que nos han dejado las entrevistas, es que aunque los resultados de las mismas arrojen cumplimientos satisfactorios, la realidad de las empresas sería diferente a lo que demuestran los entrevistados en sus respuestas basadas en fundamentos teóricos de Gobierno Corporativo.

Nuestra percepción se fundamenta en la realidad de nuestro país, la cual se basa en un mercado pequeño y culturalmente legalista, en el sentido de llevar a cabo todas aquellas acciones que manda la Ley pero no más allá de ella.

Si bien según lo anterior contamos con todos los indicios como para poder demostrar nuestro objetivo, Uruguay no ha sufrido directamente la crisis internacional 2007-2008 ni la recesión que se mantiene en la actualidad en los países desarrollados, e incluso la situación actual de nuestro país es la de una economía en expansión y con expectativas de crecimiento futuro; por lo que no podemos afirmar que, el incumplimiento actual de las buenas prácticas de Gobierno Corporativo constatado en nuestro trabajo de campo, producirá el desencadenamiento de una crisis.

En sintonía con lo precedente, entendemos que aún cumpliendo con la obligación de llevar a cabo buenas prácticas de gobierno y emitir los informes correspondientes, existe un riesgo implícito de causalidad de crisis, ya que las partes interesadas en dichos informes muchas veces no cuentan con la formación suficiente para interpretar los mismos y poder así analizarlos, y formular sus propias conclusiones acerca de si el cumplimiento de dichas prácticas son meramente legales o reales.

Nos resulta de suma importancia adicionar a lo anterior, que la literatura que demuestra la vinculación de las malas prácticas de gobierno y las crisis, ha sido realizada en base a información histórica, post crisis; en contraposición a este trabajo que intentó anticiparse a la causalidad mencionada para una futura crisis.

## **6. BIBLIOGRAFÍA**

Alberto Javier Tapia Hermida. (2010). *“Las sociedades cotizadas: noción y estatuto jurídico”*. Departamento de derecho mercantil, Facultad de Derecho, Universidad Complutense de Madrid.

Anahí Briozzo, Liliana Jones, Gabriela Pesce, Guillermina Reimer. *“Gobierno Corporativo en la Argentina”*. Universidad Nacional del Sur .

Andrea Genoud. (Junio-2007). *“El Buen Gobierno Corporativo: Un tema instalado que exige respetar la representación de los públicos internos”*. IESE Business School Barcelona, XV Congreso Nacional de Ética de la Economía y de las Organizaciones El Buen Gobierno de las Organizaciones.

Andrés Langebaek. (Noviembre 2005). *Gobierno Corporativo y desarrollo del mercado de capitales*. CAF.

Andrés Oneto L. (Abril 2008). Buenas prácticas de Gobierno Corporativo en las empresas con capital público. En CAF (Ed.).

Andrés Velasco. (Julio 2008). *Gobiernos Corporativos de empresas públicas*. Gobierno de Chile, Ministerio de Hacienda.

Ángel Borrego Rodríguez y Pedro Francés. *“El Gobierno de las Sociedades Cotizadas en España”*. Universidad Complutense de Madrid.

Banco Central del Uruguay. (03 de Abril de 2008). Circular N° 1987 “INSTITUCIONES DE INTERMEDIACIÓN FINANCIERA - Normativa sobre gobierno corporativo y sistema de gestión integral de riesgos”.

CAF. (2005). *“Gobierno Corporativo: lo que todo empresario debe saber”* .

CAF. (2006). *“Manual de Gobierno Corporativo para empresas de capital cerrado”* .

CEPAL - Naciones Unidas. (2010.). *“La hora de la igualdad – Brechas por cerrar, caminos por abrir”* . Brasilia : Trigésimo tercer período de sesiones de la CEPAL .

Cfr. Pasquino, G. En Bobbio, N., Matteucci, N. y Pasquino, G. (1998). Definición de Crisis. En *Diccionario de Política, 11.ma edición en español*. (pág. 391).

Comision de las Comunidades Europeas. (Abril 2009). *Recomendación de la Comisión - C(2009) 3177*.

Comisión Nacional del Mercado de Valores. (2006). *“Código Unificado de Buen Gobierno de las Sociedades Cotizadas”*. España.

Comisión Nacional del Mercado de Valores. (2006). *“Informe del Grupo Especial de Trabajo sobre Buen Gobierno de las Sociedades Cotizadas”*. España.

Comisión Nacional del Mercado de Valores. (Diciembre 2009). *“Propuesta de Actualización del Código Unificado de Buen Gobierno de las Sociedades Cotizadas”*. España.

Cr. Jorge Ottavianelli. *“La crisis financiera en Uruguay del año 2002 y los problemas de Gobierno Corporativo”*. Universidad CEMA.

David Erkens, Mingyi Hung, Pedro Matos. (December 2009). *“Corporate Governance in the 2007-2008 Financial Crisis: Evidence from Financial Institutions Worldwide”*. University of Southern California.

*Definición malas prácticas de Gobierno Corporativo*. (21 de Febrero de 2009). Obtenido de crecenegocios.com: <http://www.crecenegocios.com/malas-practicas-empresariales/>

Diccionario de la Real Academia Española. (s.f.). Definiciones.

Director: Juan Ramón Rallo, Equipo: Raquel Merino Jara y Philipp Bagus. (Boletín Octubre-Diciembre). *“Cuarto Trimestre 2007”*. Instituto Juan De Mariana Observatorio de Coyuntura Económica, España.

Director: Juan Ramón Rallo, Equipo: Raquel Merino Jara y Philipp Bagus. (Boletín Julio-Setiembre 2007). *“La Crisis Subprime”*. Instituto Juan De Mariana, España.

Ernesto Castañeda Merino. (2005). *“Empresas Familiares: Mortalidad vs Permanencia”*. México.

Fernando García Pons. (Julio 2004). *Uruguay después de la crisis*. Oficina comercial de España en Montevideo.

Fink, Steven. (2002). *Definición de Crisis*. Obtenido de mailxmail.com: <http://www.mailxmail.com/curso-redaccion-relaciones-publicas-gestion-crisis-empresa/crisis-concepto-tipologia-situaciones>

Franco, Julián Benavides. (s.f.). *“Historia del Gobierno Corporativo en el Mundo”*. Obtenido de KPMG Colombia: [http://www.kpmg.com.co/files/documen\\_corp\\_gov/release/lb\\_c1\\_01.htm](http://www.kpmg.com.co/files/documen_corp_gov/release/lb_c1_01.htm)

Guillermo Calles, Argentina. (s.f.). *“Las finanzas y el valor de la empresa”*. Obtenido de <http://www.plusformacion.com/Recursos/r/Finanzas-Valor-Empresa>

Horacio Cassinelli Muñoz. (2002). Derecho Público.

Jesús Martínez de Rioja. (04 de Diciembre de 2008). *Entrevista Aldo Olcese*. Obtenido de expansion.com: <http://www.expansion.com/2008/12/03/empresas/1228344125.html>

Ley Nº 18.627 -“MERCADO DE VALORES” . (16 de Diciembre de 2009). *Publicada Diario Oficial* .

LG Asesores. (2010). *Definición Stock Options*. Obtenido de invertia.com: <http://www.invertia.com/mis-finanzas/fiscal/productos/stock-options.asp>

Lic. Carlos D. Zarlenga. (Setiembre 2009). V Jornadas de Auditoría Interna. En I. U. (IUAI) (Ed.).

Marcelo Villegas y Mario O. Kenny. (2001). *“El nuevo régimen legal sobre transparencia en el mercado de capitales y mejores prácticas de Gobierno Corporativo”*. Argentina.

Marisela Santiago Castro, Cynthia J. Brown, Aníbal Baéz-Díaz . (2009). *“Prácticas de Gobierno Corporativo en América Latina”*. Obtenido de Academia Revista Latinoamericana de Administración: <http://revistaacademia.uniandes.edu.co/index.php/Cladea/article/viewArticle/259>

Mochón, Francisco. (s.f.). Definición de Crisis.

Narcís Serra. (Abril 2009). *La resolución de la crisis es una tarea global*. Universidad Diego Portales, Chile.

OCDE. *“Diretrizes da OCDE sobre Governança Corporativa para empresas de Controle Estatal”*.

OCDE. (2009). *“Panorama del Gobierno 2009”*.

OCDE. (1999). *“Principios de Gobierno Corporativo de la OCDE”*.

OCDE. (2004). *“Principios de Gobierno Corporativo de la OCDE”*.

OCDE. (2009). *“Respuesta estratégica de la OCDE a la crisis económica y financiera”*.

OCDE. (December 2009). *“The 2009 Meeting of the Latin American Corporate Governance Roundtable”*. Santiago, Chile.

OCDE. (2004). *“White Paper” Sobre Gobierno Corporativo en América Latina*.

Oriol Amat. (2009). *“Euforia y pánico – Aprendiendo de las Burbujas. Medidas Concretas para afrontar puntos débiles y aprovechar las oportunidades de la crisis”*. Editorial Profit, 3ª edición ampliada.

Pedro Rivero Torre. (2005). *“Responsabilidad social y gobierno: información y transparencia”*. Obtenido de revistaasturianadeeconomia.org:  
<http://www.revistaasturianadeeconomia.org/raepdf/34/RIVERO.pdf>

Poder legislativo, Camara de Senadores, Comisión de Hacienda. (s.f.). *PARLAMENTO DE URUGUAY*. Obtenido de Versión taquigráfica del día 17 de marzo de 2009:  
<http://www.parlamento.gub.uy/distribuidos/AccesoDistribuidos.asp?Url=/distribuidos/caratulas/senado/s20093070.htm>

Poder legislativo, Camara de Senadores, Comisión de Hacienda. (s.f.). *PARLAMENTO DE URUGUAY*. Obtenido de Versión taquigráfica del día 5 de mayo de 2009:  
<http://www.parlamento.gub.uy/distribuidos/caratulas/senado/s20093158.htm>

PRICEWATERHOUSECOOPERS. (2008). *“Controles Internos (post SOX) Menos costos, más beneficios”*. Colección PwC , 4.

PRICEWATERHOUSECOOPERS. (2008). *“Gestión de Riesgos Corporativos”*. Colección PwC , 8.

PRICEWATERHOUSECOOPERS. (2008). *“Gobierno corporativo Buenas prácticas”* . Colección PwC , 4.

Rafael Mateu de Ros. (28 de Diciembre de 2008). *“El buen gobierno corporativo en época de crisis”*. Obtenido de Elpaís.com:  
[http://www.elpais.com/articulo/primer/plano/buen/gobierno/corporativo/epoca/crisis/elpepueconeg/20081228elpneglse\\_8/Tes](http://www.elpais.com/articulo/primer/plano/buen/gobierno/corporativo/epoca/crisis/elpepueconeg/20081228elpneglse_8/Tes)

Ramón Mahía. (Marzo 2003). *Economía Latinoamericana: Causas de la crisis 2002 y perspectivas de evolución futura*. CESLA (Centro de Estudios Latinoamericanos). Superintendencia de Sociedades, Camara de Comercio de Bogotá y Confecámaras. (Setiembre 2009). *Guía Colombiana de Gobierno Corporativo para Sociedades Cerradas y de Familia*.

Rojas, Octavio. (2005). *Definición de Crisis*. Obtenido de mailxmail.com:  
<http://www.mailxmail.com/curso-redaccion-relaciones-publicas-gestion-crisis-empresa/crisis-concepto-tipologia-situaciones>

Soledad Monsalve Fonseca. (Junio 2007). *"Un instrumento para el buen gobierno corporativo la identidad institucional, el valor que consolida un buen gobierno"*. IESE Business School Barcelona, XV Congreso Nacional de Ética de la Economía y de las Organizaciones El Buen Gobierno de las Organizaciones.

Trabajo Monográfico "El Estado uruguayo y las buenas prácticas de Gobierno Corporativo". (Diciembre 2003). *UDELAR* .

Trabajo Monográfico "Las buenas prácticas de Gobierno Corporativo. Una respuesta a la necesidad de asegurar transparencia y confiabilidad a los mercados". (Diciembre 2003). *UDELAR* .

Trabajo Monográfico "Los Riesgos y su relación con la Evolución de los Conceptos de Control Interno, Gobierno de las Empresas, Estándares Contables Profesionales e Información que debe proporcionar una empresa a quienes interactúan con ella". (Mayo 2005). *UDELAR* .

Virginia Bado Cardozo & Carlos López Rodríguez. (s.f.). *"Sociedades Anónimas Abiertas y Cerradas"*. Obtenido de [derechocomercial.edu.uy](http://www.derechocomercial.edu.uy):  
<http://www.derechocomercial.edu.uy/ClaseSAClasif01.htm>

Xavier Vives. (Febrero 2007). *"El Buen Gobierno de las Empresas Públicas"*. IESE Business School de la Universidad de Navarra, España.