María Andrea Trujillo Dávila
Alexander Guzmán Vásquez
Francisco Javier Prada Ramírez

Juntas Directivas en el desarrollo del Gobierno Corporativo

Colegio de Estudios Superiores de Administración

Schweizerische Eidgenossenschaft
Confédération suisse
Confederazione Svizzera
Confederaziun svizra

Departamento Federal de Economía,
Formación e Investigación DEFI
Secretaría de Estado para Asuntos Económicos SECO

IFC International Finance Corporation
WORLD BANK GROUP

Ed. CESA. V rev.

Juntas Directivas en el Desarrollo del Gobierno Corporativo

Ed. CESA. V rev.

Ed. CESA. V rev.

María Andrea Trujillo Dávila
Alexander Guzmán Vásquez
Francisco Javier Prada Ramírez

Juntas Directivas en el Desarrollo del Gobierno Corporativo

Colegio de Estudios Superiores de Administración -CESA-
Secretaría de Estado para Asuntos Económicos - SECO
Internacional Finance Corporation - IFC - World Bank Group

Ed. CESA. V rev.

658.4 / T784j 2015
Trujillo, María Andrea (Autor)

Juntas directivas en el desarrollo del gobierno corporativo / María Andrea Trujillo, Alexander Guzmán, Francisco Prada (autores). Bogotá: Colegio de Estudios Superiores de Administración -CESA-. Editorial CESA, 2015. 328 páginas.

ISBN: 978-958-8722-93-1

DESCRIPTORES:
1. GOBIERNO CORPORATIVO – Empresas -- Colombia -- 2. DESARROLLO ECONOMICO - América Latina. -- 3. PLANIFICACIÓN EMPRESARIAL. – 4. JUNTAS DIRECTIVAS -- Estrategias

© 2015 Colegio de Estudios Superiores de Administración -CESA-
© 2015 Secretaría de Estado para Asuntos Económicos - SECO
© 2015 Internacional Finance Corporation - IFC - World Bank Group
© 2015 María Andrea Trujillo Dávila. - [maria.trujillo@cesa.edu.co]
© 2015 Alexander Guzmán Vásquez - [alexander.guzman@cesa.edu.co]
© 2015 Francisco Javier Prada Ramírez - [fprada@ifc.org]

ISBN: 978-958-8722-93-1
Editorial CESA
Casa Incolda
Diagonal 34a No 5a - 23
www.editorialcesa.com
www.cesa.edu.co
editorialcesa@cesa.edu.co

Grupo de Estudios en Administración
Línea de Investigación en Finanzas y Economía
Proyecto: Gobierno Corporativo
Código interno: 21008

Bogotá, D.C, noviembre de 2015

Coordinación Editorial: Editorial CESA
Corrección de estilo: Claudia Bayona
Diseño y diagramación: Yimmy Alberto Ortiz Arias
Impresión: Imageprinting Ltda

Todos los derechos reservados.
Esta obra no puede ser reproducida sin el permiso previo escrito.

Impreso y hecho en Colombia
Printed and made in Colombia

Ed. CESA. V rev.

Prólogo

El interés por el desarrollo económico y por la creación de valor o generación de riqueza que mejore la calidad de vida para todos, hacen parte de un enfoque que ha influenciado las agendas de organismos multilaterales y de los gobiernos en el ámbito internacional en las últimas décadas. Basta con recordar la Declaración del Milenio que adoptaron los jefes de Estado y de Gobierno del mundo en la Cumbre del Milenio de las Naciones Unidas, celebrada en Nueva York en el año 2000, y a través de la cual se adoptaron los Objetivos de Desarrollo del Milenio. Estos objetivos han sido reconocidos como la agenda global establecida para superar la pobreza en los primeros quince años del nuevo milenio. Los reportes muestran avances importantes pero aún quedan muchos desafíos por cumplir, lo que lleva a la adopción de los diecisiete Objetivos de Desarrollo Sostenible (ODS) que configurarán la agenda global para los próximos quince años, es decir, hasta el año 2030.

Los ODS básicamente buscan poner fin a la pobreza y el hambre alrededor del mundo, reducir desigualdades entre países y al interior de los mismos, y alcanzar la equidad económica, social y de género en el marco de un desarrollo sostenible y responsable. Lo anterior encuentra concordancia con lo que buscan organismos multilaterales como el Grupo Banco Mundial[1] a través de la Corporación Financiera Internacional

1 El Grupo Banco Mundial es una de las mayores fuentes mundiales de financiamiento y conocimientos para los países en desarrollo. El Grupo consta de cinco instituciones estrechamente relacionadas: el Banco Internacional de Reconstrucción y Fomento (BIRF) y la Asociación Internacional de Fomento (AIF) —que juntos constituyen el Banco Mundial—,la Corporación Financiera Internacional (IFC, por sus siglas en inglés), el Organismo Multilateral de Garantía de Inversiones (MIGA) y el Centro Internacional de Arreglo de Diferencias Relativas a Inversiones (CIADI). Cada institución desempeña una función diferenciada en la lucha por combatir la pobreza y mejorar el nivel de vida de las personas del mundo en desarrollo. Para obtener más información visite www.worldbank.org, www.miga.org, y www.ifc.org.

Ed. CESA. V rev.

(IFC, por sus siglas en inglés), y las instituciones de educación superior, como el CESA.

IFC es una institución mundial creada en 1956 que cuenta con 184 países miembros, centra su labor de manera exclusiva en el sector privado de los países en desarrollo, y busca que las personas cuenten con oportunidades para salir de la pobreza y mejorar su calidad de vida. La labor en los países en desarrollo permite que empresas e instituciones financieras creen empleos, generen ingresos fiscales, mejoren el gobierno corporativo y el desempeño medioambiental y contribuyan a las comunidades locales.

Por su parte, el CESA cumple 40 años trabajando por el cumplimiento de su misión, la cual está en formar los mejores líderes empresariales, dotados de espíritu emprendedor, capaces de agregar valor a sus empresas, creativos, éticos y comprometidos con la generación de desarrollo económico, político y social, de acuerdo con los valores que profesa, para hacer de Colombia una nación justa, competitiva y que viva en paz.

Esta institución, fundada por empresarios, busca que sus egresados generen valor, contribuyan al desarrollo económico sostenible y ejerzan su profesión como líderes emprendedores éticos, lo que se traduce hoy, en la entrega a la sociedad de más de 2.600 egresados de pregrado y cerca de 3.000 egresados de posgrados, que en conjunto han creado más de 250 empresas y generado más de 15.000 empleos.

Este encuentro entre los objetivos de IFC y los del CESA ha facilitado el establecimiento de un convenio entre las dos instituciones que busca mejorar las prácticas de gobierno en las empresas colombianas. IFC, con el apoyo financiero de Suiza, a través de la Secretaría de Estado para Asuntos

Ed. CESA. V rev.

Económicos (SECO)[2], se encuentra desarrollando un programa trianual de gobierno corporativo en América Latina y el Caribe que busca ayudar a las empresas a mejorar su desempeño, acceso al financiamiento y sostenibilidad general a través del mejor gobierno corporativo de las instituciones relevantes al mercado. Para cumplir con lo anterior, el programa de IFC atiende un nivel macro en el que busca crear conciencia sobre la relevancia de las buenas prácticas, un nivel regulatorio para acompañar a los diferentes países en el fortalecimiento de sus marcos legales, un nivel de mercado para fortalecer institutos locales e intermediarios del mercado a través de capacitación y otras intervenciones, y a nivel de las empresas para implementar y mejorar las prácticas de gobierno corporativo.

El CESA es la primera institución de educación superior en el país que se une al esfuerzo de IFC y que viene desarrollando actividades a nivel macro, de mercado y a nivel empresarial. Sin embargo, ¿por qué trabajar en el mejoramiento del gobierno corporativo para las empresas y el país en general? IFC establece este programa porque reconoce que un buen gobierno corporativo mejora el desempeño de las empresas, reduce los riesgos de pérdidas económicas y de reputación ante las crisis, aumenta el valor y las oportunidades de conseguir financiación, y reduce el costo de financiar las empresas, entre otros. Además, para el país empresas bien gobernadas que actúen éticamente y cumplan con sus responsabilidades ambientales y sociales, son más transparentes y más comprometidas con sus grupos de interés y con la sociedad como un todo.

2 La Secretaría de Estado para Asuntos Económicos de Suiza (SECO) es el centro del gobierno federal con competencia para todos los temas fundamentales relacionados con la política económica de Suiza. A través de su división de cooperación y desarrollo, busca contribuir al crecimiento económico sostenible en alianza con los países en desarrollo, promocionando un entorno regulatorio y políticas económicas apropiadas. Para obtener más información visite www.seco-cooperation.admin.ch

Ed. CESA. V rev.

En este contexto, este libro de investigación reconoce la importancia de las buenas prácticas para la sociedad en general, y presenta un análisis detallado de uno de los principales mecanismos de gobierno corporativo, las juntas directivas.

El CESA y IFC están convencidos de la importancia de difundir entre el empresariado colombiano las discusiones y principales aportes teóricos y empíricos que se generan alrededor del mundo en relación con el gobierno corporativo, y en esta oportunidad en particular, sobre el papel, la composición y el funcionamiento de las juntas directivas. Sin embargo, para contrastar estas discusiones con la realidad empresarial colombiana, se presenta un análisis estadístico y econométrico de las juntas directivas en nuestro país, así como una discusión de la normatividad actual relacionada con este órgano de gobierno. Por lo tanto, esta publicación constituye un aporte más de los que las dos instituciones han hecho y harán en los próximos años en el marco del desarrollo económico y la generación de valor en Colombia.

Henry Bradford
Rector, Colegio de Estudios Superiores de Administración -CESA-

Oliver Orton
Gerente Regional de Gobierno Corporativo para América Latina y El Caribe, International Finance Corporation – IFC

Ed. CESA. V rev.

Tabla de Contenido

1. Introducción **13**

2. Funciones de las Juntas Directivas **20**

2.1. Generalidades 20

2.2. Asesoría y Supervisión 22

2.3. Compensación Gerencial 31

2.4. Estrategia Corporativa 41

2.5. Otras Funciones y Comités de las Juntas 51

3. Composición de las Juntas Directivas **56**

3.1. Directores Externos 58

3.2. Mujeres en las Juntas Directivas 74

3.3. Directores Miembros de las Familias Fundadoras 77

3.4. Directores con Conexiones Políticas 88

3.5. Reputación y Mercado Laboral para los Directores 93

4. Funcionamiento de la Junta Directiva **101**

4.1. Poder del Gerente 101

4.2. Balance en las Funciones de Supervisión y Asesoría 105

4.3. Directores Ocupados 108

4.4. Tamaño de la Junta 117

4.5. Juntas Atrincheradas 123

Ed. CESA. V rev.

4.6. Activismo de los Accionistas 129
4.7. Directores Externos Autointeresados 131

5. Evidencia Empírica de las Juntas Directivas en Colombia **134**
5.1. Base de Datos y Variables Utilizadas 134
5.1.1. Descripción de la base de datos 134
5.1.2. Variables de junta directiva y gobierno corporativo 140
5.1.3. Variables de involucramiento familiar 142
5.1.4. Variables financieras y de características de la firma 145
5.1.5. Variables de propiedad, control y contestability 148
5.2. Estadística Descriptiva 153
5.3. Características de las Juntas Directivas y Desempeño Financiero 168
5.4. Características de las Juntas Directivas y Nivel de Endeudamiento 178
5.5. Comentario de Cierre 186

6. Fundamentos Legales y Auto Regulatorios de las Juntas Directivas en Colombia **188**
6.1. Creación o Exigencia Legal de una Junta Directiva 189
6.2. Dimensión 190
6.3. Elección de Miembros 196
6.4. Composición 199
6.5. Funcionamiento 201
6.5.1. Periodicidad de las reuniones 202
6.5.2. Convocatoria de las reuniones 204

Ed. CESA. V rev.

6.5.3. Información para los miembros de la junta directiva y actuación como órgano 205
6.5.4. Presidente y Secretario 207
6.5.5. Evaluación de la junta 210
6.6. Funciones de la Junta Directiva 211
6.7. Comités de la Junta Directiva 212
6.8. Responsabilidad de los Miembros de las Juntas Directivas y Conflicto de Interés 215
6.9. Rendición de Cuentas de los Miembros de Juntas Directivas 229
6.10. Prohibiciones para las Juntas Directivas y sus Miembros 230
6.11. Proyecto de Ley 70 de 2015 232

Anexo. Lineamientos de los organismos multilaterales y nacionales 238
A.1. Principios de gobierno corporativo de la OCDE – 2004 238
A.2. White paper sobre gobierno Corporativo en América Latina – 2004 241
A.3. Manual de Gobierno Corporativo para empresas de capital cerrado de la CAF 257
A.4. Código País, Colombia – 2007 260
A.5. Código País, Colombia – 2014 268
A.6. Guía Colombiana de Gobierno Corporativo para Sociedades Cerradas y de Familia 309
A.7. G20/OECD Principles of Corporate Governance 312

Referencias 316

Ed. CESA. V rev.

Ed. CESA. V rev.

1. Introducción

Las juntas directivas ocupan un lugar central en la estructura de gobierno corporativo de las grandes empresas en el mundo, lo que resulta evidente al considerar sus funciones. En representación de los accionistas, las juntas asesoran y supervisan a la alta gerencia, lo cual incluye la formulación estratégica y su seguimiento; la aprobación de presupuestos anuales; la formulación de las políticas de nombramiento, remuneración, evaluación y destitución de quienes conforman el equipo de alta gerencia; el estudio y, en algunos casos, la aprobación de importantes operaciones financieras de carácter estratégico, como fusiones y adquisiciones, nuevas emisiones de capital y de deuda, y distribución de dividendos o recompra de acciones; la formulación de políticas de comunicación y revelación de información a los diferentes grupos de interés; y el establecimiento de un sistema de control interno, entre otros[3].

Las funciones críticas a cargo de la junta directiva hacen que quienes estudian las prácticas y órganos de gobierno en las empresas desde diferentes disciplinas, como finanzas y economía, sociología, psicología y derecho, entre otras, centren su atención en su composición y su funcionamiento. El gobierno corporativo comprende el estudio de las asambleas generales de accionistas, las diferentes estructuras de propiedad y accionistas controlantes, los esquemas de compensación de la alta gerencia, las prácticas de

3 En este libro centramos la atención en el papel crítico que desempeñan las juntas en las empresas con ánimo de lucro. Sin embargo, las juntas directivas se revisten de igual o mayor importancia en otras formas organizacionales, como pueden ser organizaciones sin ánimo de lucro. Por ejemplo, Restrepo et al. (2012) resaltan la importancia de los Consejos Superiores Universitarios o Directivos en el caso de las Instituciones de Educación Superior en Colombia.

Ed. CESA. V rev.

transparencia y revelación de la información y la protección legal que se ofrece a país para los inversionistas y diferentes grupos de interés. Sin embargo, las juntas directivas reciben atención especial no solo de académicos e investigadores, sino además de las empresas y los reguladores.

Es necesario aclarar que la importancia de las juntas directivas y las funciones críticas que les corresponden, surgen en el contexto de las empresas listadas en bolsa y con una dispersión de la propiedad importante. Es decir, empresas que no cuentan con accionistas mayoritarios controlantes, pero sí con una gran cantidad de individuos y personas jurídicas que tienen recursos invertidos en la empresa como accionistas minoritarios y que desean obtener el mayor retorno posible sobre los mismos. Los accionistas cuentan con los derechos de propiedad para controlar y dirigir la empresa; sin embargo, no necesariamente tienen la habilidad y el tiempo para hacerse cargo de la compañía, e incluso si los tuvieran, difícilmente todos podrían estar involucrados simultáneamente en el equipo de alta gerencia. Por lo tanto, los accionistas delegan en los gerentes las tareas de dirección de la empresa en el día a día.

Sin embargo, en el momento en que se lleva a cabo este proceso de delegación surgen las condiciones para que los conflictos de intereses entre gerentes y accionistas generen pérdidas económicas. El equipo gerencial adquiere más información sobre las empresas que sus accionistas, cuenta con la discrecionalidad para tomar las decisiones, y puede inclinarse por aquellas que le sean favorables, aun cuando sean perjudiciales para los dueños de las compañías. Por ejemplo, los gerentes pueden dedicarse al consumo de prebendas como remuneraciones y bonos por desempeño excesivos, o aprobar operaciones en las que se vean personalmente beneficiados,

Ed. CESA. V rev.

o incluso cometer fraudes si el sistema de control interno es débil. Esto lleva a que los accionistas, que ya han delegado los derechos de dirección en los gerentes, encarguen los derechos de control a la junta directiva. Entonces, este órgano de gobierno se hace cargo de supervisar el desempeño del equipo de alta gerencia y asesorarlo para garantizar una toma de decisiones adecuada y que favorezca a los accionistas de la empresa.

Hasta este punto el lector puede cuestionarse sobre el papel que juega una junta directiva en una empresa de capital cerrado, con un único accionista o con un accionista mayoritario que cuenta con los incentivos y la capacidad de supervisar directamente la actividad de la gerencia. La literatura empieza a reconocer que las funciones y el papel de la junta directiva puede ser diferente en este tipo de empresas, en donde tal vez su labor de asesoría sea la más importante, antes que sus funciones de supervisión. Sin embargo, las empresas cerradas, sin dispersión de la propiedad (o muy poca), que cuentan con juntas directivas, evidencian los beneficios en el acompañamiento a la toma de decisiones estratégicas, e incluso en algunas funciones de supervisión que logran ejecutar estos órganos de gobierno.

Dada la relevancia de las juntas directivas, en Colombia la normatividad y la autorregulación cada vez tienen más en cuenta estos órganos. La Guía Colombiana de Gobierno Corporativo para Sociedades Cerradas y de Familia, y el Código País dirigido a empresas de capital abierto y bajo la supervisión de la Superintendencia Financiera, ofrecen recomendaciones relacionadas con las juntas directivas de las empresas. Por otra parte, aun cuando la regulación solo hace obligatoria la junta directiva para las sociedades anónimas, que representan aproximadamente el 40% de las empresas en el país, los empresarios voluntariamente pueden constituir estos

Ed. CESA. V rev.

órganos de gobierno si los consideran necesarios para sus empresas. Además, la normatividad hace referencia al número mínimo de integrantes, la manera en que deben ser elegidos, la composición y el funcionamiento de la junta, entre otros.

La discusión previa resalta la pertinencia de este libro para el empresariado colombiano en primera medida y para reguladores y académicos interesados en el gobierno corporativo en Colombia. Los avances más relevantes en materia de gobierno corporativo en el país se han dado en los últimos quince años, y el proceso de reflexión y construcción ha tomado algún tiempo. Por ejemplo, tan solo hasta el año 2007 el Código País sugiere como medida de autorregulación la constitución de diferentes comités de apoyo a la junta directiva, como el comité de auditoría, el de nombramientos y retribuciones y el de gobierno corporativo. En el Código País actualizado para el año 2014 se incorporan además sugerencias relacionadas con la existencia de un comité de riesgos. Estos cambios, junto con un gran volumen de investigación en el ámbito local e internacional con respecto a estos órganos de gobierno, generan posiciones encontradas en el público, en relación con las funciones, la composición, las prácticas para un buen funcionamiento, e incluso, la regulación existente en Colombia sobre las juntas directivas.

Este libro ofrece al lector un análisis de las principales discusiones teóricas en el ámbito nacional e internacional y un análisis empírico, legal y auto-regulatorio de las juntas directivas en Colombia. Para cumplir con este objetivo, en los capítulos dos, tres y cuatro se presenta una revisión bibliográfica sobre trabajos teóricos y empíricos que discuten las funciones, la composición y el funcionamiento de las juntas directivas; en el capítulo quinto se lleva a cabo un análisis estadístico y econométrico de las juntas

Ed. CESA. V rev.

directivas en el país, y en el capítulo sexto se presenta una discusión sobre los fundamentos legales y auto-regulatorios de las juntas directivas en Colombia. Es necesario resaltar que en la literatura se han abordado estos órganos desde diferentes corrientes teóricas. Sin embargo, en los tres capítulos subsiguientes se revisa la literatura en juntas directivas desde una perspectiva económica y financiera, enmarcada en el gobierno corporativo y la teoría de agencia. La discusión pretende resaltar aspectos fundamentales del origen, la composición y el funcionamiento de estos órganos de gobierno. Se presentan principalmente las posiciones de autores que han publicado en las revistas científicas más reconocidas en el ámbito internacional. Esto pretende incentivar la discusión y reflexión en torno a este órgano de gobierno crucial en el contexto empresarial.

En el segundo capítulo se discuten las funciones de las juntas directivas, donde se analizan sus tareas básicas de asesoría y supervisión, además de su papel en la compensación gerencial, la estrategia corporativa, entre otras, así como el papel de los comités de apoyo. En el tercer capítulo se aborda la discusión relacionada con la composición de las juntas directivas, donde se analizan temas específicos como la función de los directores externos o independientes, el papel de las mujeres en las juntas directivas, la presencia de directores miembros de las familias fundadoras y de directores con conexiones políticas, y la importancia de la reputación y la existencia de un mercado laboral formal para los directores. En el cuarto capítulo, en relación con el funcionamiento de las juntas, se analizan las implicaciones de diferentes aspectos como el poder del gerente, el balance en las funciones de supervisión y asesoría, los directores ocupados, el tamaño de la junta, las juntas atrincheradas, el activismo de los accionistas y los directores externos interesados.

Ed. CESA. V rev.

Para el análisis estadístico y econométrico de las juntas directivas que se encuentra en el capítulo quinto, se utiliza una muestra conformada por 473 empresas afiliadas a 28 grupos económicos y 50 empresas no afiliadas, para un total de 523 empresas colombianas. El periodo de análisis cubre once años y ofrece conclusiones interesantes. Por ejemplo, se muestra que las juntas directivas de Colombia son pequeñas, con bajos niveles de independencia, una presencia mínima de directores extranjeros, con un promedio de dos puestos como directores para cada miembro, y en las cuales ha aumentado la participación de las mujeres o la diversidad de género, aunque sigue siendo baja. Además, se encuentra evidencia de la existencia de un mercado de recursos gerenciales al interior de los grupos económicos por el alto número de *interlocks* en las juntas de empresas afiliadas y una participación de los gerentes como miembros de junta en un tercio de las empresas de la muestra. Por otra parte, las familias fundadoras o controlantes se encuentran involucradas de alguna manera en aproximadamente el 55% de las empresas de la muestra. En estas empresas las juntas directivas son aún más pequeñas, menos independientes, con mayor diversidad de género, menos participación de directores extranjeros, con un mayor nivel de estabilidad, y con directores menos ocupados en empresas de alto control familiar. Además, estas empresas están sujetas a un menor nivel de supervisión por parte de firmas de auditoría externas. Lo anterior evidencia el deseo de las familias por conservar el control de sus empresas. Además, se demuestra que las características de las juntas tienen un impacto en el desempeño y las decisiones de endeudamiento.

En el capítulo sexto se presenta una discusión sobre los fundamentos legales y auto-regulatorios de las juntas directivas en Colombia. Se abordan aspectos fundamentales como la creación o exigencia legal de una junta

Ed. CESA. V rev.

directiva, sus dimensiones, la elección de sus miembros, su composición, su funcionamiento, la periodicidad de las reuniones, la convocatoria a las mismas, la información para sus miembros y su actuación como órgano, el papel del presidente y del secretario, la evaluación de la junta, sus funciones, los comités que soportan el cumplimiento de dichas funciones, la responsabilidad de sus miembros y los conflictos de interés a los que pueden estar sujetos, la rendición de cuentas que deben hacer y las prohibiciones y restricciones que tienen.

Para terminar, el lector puede encontrar anexos los lineamientos de los organismos multilaterales y nacionales sobre las juntas directivas, que a juicio de los autores son relevantes y se deben conocer y divulgar. Esperamos que la introducción a este libro motive al lector para profundizar en cada uno de los capítulos, lo que con seguridad dejará enseñanzas inesperadas e importantes sobre las juntas directivas, como un órgano que es fundamental en el gobierno corporativo en el ámbito local y en el ámbito internacional.

Ed. CESA. V rev.

2. Funciones de las Juntas Directivas

2.1. Generalidades

En el presente capítulo discutimos las funciones de las juntas directivas como órganos de gobierno corporativo. Diferentes autores, entre los más reconocidos Smith (1776) y Jensen y Meckling (1976), aseguran que la función gerencial necesariamente es llevada a cabo con un mayor o menor grado de negligencia y despilfarro, en la medida en que se administra la riqueza de otros antes que la propia. Lo anterior se facilita debido a las asimetrías de información entre los propietarios y el gerente. El segundo siempre tiene más conocimiento respecto del esfuerzo y los recursos necesarios para llevar a cabo las funciones que le son encomendadas. Debido a esto, la búsqueda de mecanismos que permitan llevar a cabo la supervisión y el acompañamiento al gerente de la manera más eficiente, han estado en las agendas de investigación de las últimas tres décadas.

Fama (1980) afirma que el mercado laboral gerencial juega un papel determinante cuando genera disciplina en el gerente. Por ejemplo, el mercado externo ejerce presión sobre las empresas para que compensen a los gerentes según su desempeño. En un mercado laboral gerencial competitivo, cuando el sistema de recompensas de la empresa no tiene capacidad de respuesta frente al desempeño de un buen gerente, los mejores gerentes son los primeros en abandonar el puesto. Por otra parte, un desempeño gerencial pobre o inferior al que esperan los accionistas, obligará a la búsqueda de un reemplazo idóneo. Y además de las presiones externas, existe un mercado gerencial interno en las empresas, que lleva a un alto nivel de

Ed. CESA. V rev.

supervisión de los gerentes entre sí. Los gerentes de alto nivel supervisan a los de bajo nivel y estos últimos saben que pueden ganar ascensos sobre gerentes de alto nivel que son menos competitivos.

Según Fama (1980), los problemas de agencia de la gerencia podrían mitigarse si el mercado asignara un nivel salarial a los gerentes a partir de un ajuste de cuentas teniendo en cuenta el desempeño del gerente en el pasado. Sin embargo, los mercados laborales no son perfectos. Un gerente con desempeño mediocre no necesariamente es identificado en el mercado laboral como tal, y está en capacidad de obtener salarios atribuibles a gerentes de mejores cualidades y desempeño. Por lo tanto, una propuesta de solución a los posibles problemas entre gerentes y accionistas causados por comportamientos oportunistas o negligentes por parte del gerente, no se circunscribe únicamente a la disciplina ejercida por el mercado laboral gerencial. Al respecto, Fama señala lo siguiente:

> La viabilidad de la gran corporación con propiedad dispersa está mejor explicada a través de un modelo donde la disciplina a los gerentes proviene del mercado laboral gerencial, tanto al interior como al exterior de la firma, con asistencia de una completa y admirable selección de mecanismos de supervisión internos y externos [entre ellos, la junta directiva] que se desarrollen para estimular la eficiencia de la empresa en marcha (1980, p. 295).

Fama (1980) asegura que la supervisión del gerente es una función inherente a la junta directiva, y por lo tanto, el estudio de este órgano de gobierno y específicamente de las funciones que se le asignan, la manera en que debe constituirse y en que debe llevar a cabo sus tareas, propicia el bienestar de los accionistas y el buen desempeño de las empresas.

Ed. CESA. V rev.

2.2. Asesoría y Supervisión

En términos generales, las juntas directivas deben cumplir con diferentes funciones que se pueden agrupar en dos clases: de control y de acompañamiento o asesoría. Sin embargo, en principio fueron concebidas principalmente como organismos de control frente al posible comportamiento oportunista o negligente del gerente.

Para Fama y Jensen (1983) el proceso de toma de decisiones en las empresas contempla cuatro pasos o actividades. Primero, formulación, a través de la cual se generan propuestas para la asignación de recursos y la estructuración de contratos; segundo, ratificación, por medio de la cual se escogen las iniciativas de decisión a ser implementadas; tercero, implementación, al ejecutar las decisiones ratificadas; y cuarto, supervisión, a través de seguimiento y medición del desempeño de las acciones de la alta gerencia y con recompensas ante buenos resultados.

Según Fama y Jensen (1983), debido a que la formulación e implementación son decisiones típicamente asignadas a la alta gerencia, es conveniente denominar estas funciones como decisiones gerenciales. Asimismo, el término 'decisiones de control' comprende la ratificación y la supervisión. Según estos autores, es preferible que las decisiones gerenciales y las de control no sean llevadas a cabo por el mismo grupo de individuos cuando la gerencia está a cargo de personas diferentes a los propietarios. Lo anterior implica contar con un sistema de control en la empresa.

> El control de los problemas de agencia en el proceso de decisión es importante cuando los gerentes que proponen e implementan decisiones importantes no son los principales demandantes residuales y por lo tanto no asumen la mayor

Ed. CESA. V rev.

> proporción de los efectos sobre la riqueza de sus decisiones. Sin procesos de control efectivos, estos gerentes con mayor probabilidad tomarán acciones que se desvían de los intereses de los demandantes residuales. Un sistema efectivo para las decisiones de control implica, casi por definición, separar las decisiones de control de las decisiones gerenciales. (…) La separación significa que un agente no ejerza exclusivamente los derechos de gerencia y control sobre las mismas decisiones. (Fama y Jensen, 1983, p.304).

Fama y Jensen (1983) describen las características generales de un sistema de control en las empresas. En primer lugar se encuentra el establecimiento de jerarquías para la toma de decisiones. De esta manera, los empleados de alto nivel jerárquico ratifican y supervisan las decisiones de los que ocupan posiciones en niveles jerárquicos más bajos. En segundo lugar, los sistemas de supervisión mutuos. El control formal es complementado por el informal debido a que los empleados desean estar en organizaciones con alto nivel de competencia, con sistemas de recompensa claros y con potencial para el desarrollo del capital humano, lo cual se apoya en la supervisión entre empleados. Y en tercer lugar, las juntas directivas. Estos órganos ratifican y supervisan las decisiones importantes y seleccionan, despiden y recompensan a la alta gerencia. Integradas por múltiples miembros, las juntas dificultan la colusión entre los altos ejecutivos para enriquecerse o ser negligentes y complacientes, y posibilitan la separación entre la gerencia y el control de las decisiones más importantes de una organización.

Debido al papel dual que desempeña la junta directiva de asesoría y control, en ocasiones los conflictos de intereses interfieren en el cumplimiento de las funciones a cargo de la junta. Adams y Ferreira (2007) señalan la existencia de dos sistemas: de junta directiva única, bajo el cual la misma junta asume las tareas de asesoría y supervisión, como sucede en

Ed. CESA. V rev.

Estados Unidos o Colombia; y de junta directiva dual, presente en varios países europeos, bajo el cual las juntas directivas son divididas en gerencia y supervisión. Adams y Ferreira (2007) estudian las implicaciones de combinar las dos funciones de la junta en el sistema de junta directiva única.

Para los autores, en el papel de supervisión las juntas directivas actúan como la máxima autoridad legal en el proceso de toma de decisiones de las empresas. Por ello, entre otras cosas, deben revisar y aprobar decisiones operativas y financieras, además de planes y estrategias corporativas. En ocasiones, los gerentes proponen proyectos que no necesariamente generan valor a los accionistas, y en esas la junta debe oponerse a la realización de estos proyectos. Además, cumpliendo con el papel de asesores, los directores sacan provecho de su experiencia para aconsejar a la alta gerencia sobre la definición de la estrategia y las acciones a seguir en la empresa. Sin embargo, para Adams y Ferreira, las restricciones de tiempo de los directores que trabajan en otras empresas o ejercen funciones en otras juntas directivas obligan a los miembros de junta a depender de la información específica de la empresa que la alta gerencia les entrega. Mientras mejor sea la información que el gerente les entrega, mejor será la asesoría de la junta.

Adams y Ferreira (2007) construyen un modelo para analizar las implicaciones de combinar las dos funciones de la junta. Para ellos, los problemas de agencia de la gerencia están presentes, por ejemplo, cuando el gerente prefiere proyectos que lo benefician a él y no a los accionistas. Además, el gerente sabe que revelar más información a la junta implica una mejor asesoría, pero un mayor nivel de información le permitirá a esta conocer las diferentes opciones que tiene la empresa y por tanto interferirá más fácilmente en la decisión de la alta gerencia. Por lo tanto, el gerente debe decidir

Ed. CESA. V rev.

si revelar más información e incrementar la probabilidad de que la junta controle la toma de decisiones, o revelar menos información y no obtener una asesoría valiosa para el ejercicio de sus funciones.

El modelo de estos autores genera implicaciones relevantes para las empresas y los organismos gubernamentales. Por ejemplo, los gerentes estarán menos dispuestos a revelar información a juntas muy independientes. Por lo tanto, en ocasiones, juntas más amigables con el gerente pueden proporcionar un mejor consejo, y según la etapa de vida de la empresa, la función de asesoría es más importante que la función de supervisión. Además, Adams y Ferreira (2007) argumentan que en el sistema de junta directiva dual no se presenta esta tensión relacionada con la revelación de la información. Por lo tanto, en el sistema de junta directiva única, una alta independencia de la misma puede ir en detrimento de los intereses de los accionistas, por lo estos deberán tener la posibilidad de escoger entre una junta directiva única y una junta directiva de dos niveles.

Song y Thakor (2006) desarrollan un artículo relacionado con las asimetrías de información que se presentan entre el gerente y la junta. Los autores reseñan los cambios que impuso la Ley Sarbanes-Oxley (SOX en adelante), promulgada en el 2002, con relación a las prácticas de gobierno en Estados Unidos, debido a los escándalos corporativos de Enron y WorldCom, entre otros. Para Song y Thakor (2006), SOX tiene cuatro características clave: primero, requiere revelar ampliamente información acertada y oportuna; segundo, establece medidas sobre la independencia de la junta como un comité de auditoría totalmente independiente y que limite sus relaciones con la empresa a la relación establecida a través de dicho comité; tercero, impone la definición de estándares estrictos para la compensación

Ed. CESA. V rev.

gerencial para reducir la probabilidad de reportes erráticos por parte de la gerencia e incrementar sus beneficios económicos; y cuarto, amplía las definiciones de fraude criminal corporativo e incrementa las sanciones económicas y castigos para estas conductas.

Bajo el análisis de estos autores, que sustenta su modelo teórico, aun cuando era previsible el alto énfasis que haría esta ley en la revelación de la información por parte del gerente, es cuestionable la efectividad de SOX en la calidad de la información que el gerente entrega a la junta y los inversionistas. Lo anterior puede suceder por varias razones. Por ejemplo, al igual que en el análisis de Adams y Ferreira (2007), el gerente controla la información que se entrega a la junta, y la preocupación por su futuro laboral afecta la disposición a revelar información acertada a la junta. Adicionalmente, los miembros de la junta directiva están igualmente preocupados por su futuro laboral, y específicamente por incrementar la posibilidad de ser nombrados en otras juntas directivas, lo que afecta las decisiones en relación con los proyectos presentados por el gerente.

Song y Thakor (2006) sugieren tener en cuenta las motivaciones del gerente y la junta en el proceso de revelación de información. Durante épocas de recesión económica, el gerente está dispuesto a revelar información con alta precisión a la junta directiva, y si participa del proceso de selección de sus miembros, seleccionará los individuos más competentes para conformar su junta directiva. Sin embargo, durante periodos de auge económico, el efecto es opuesto dado que el gerente estará dispuesto a revelar información poco precisa y buscará incidir en la conformación de una junta menos talentosa. Lo anterior se agrava al tener en cuenta las motivaciones de las juntas directivas. En épocas de recesión, las juntas tienden a sub-invertir

Ed. CESA. V rev.

rechazando proyectos que podrían beneficiar a las empresas, y en periodos de auge económico tienden a sobre-invertir debido a la abundancia de buenos proyectos y la imposibilidad de diferenciar siempre entre un buen proyecto y uno malo.

Lo anterior tiene una implicación práctica: los periodos de auge económico propician una supervisión ineficiente por parte de la junta directiva. La baja calidad de la información que revela el gerente, una junta directiva poco talentosa y una mayor probabilidad de aprobar la ejecución de proyectos inconvenientes, hacen de los periodos de auge económico escenarios en los cuales es importante establecer medidas correctivas por parte de la junta para garantizar una mejor supervisión de las acciones del gerente.

Duchin, Matsusaka y Ozbas (2010) desarrollan un trabajo empírico que resalta la importancia del costo de la información para la efectividad de la junta directiva. Los autores esbozan su análisis tomando como punto de partida la Ley SOX y sus requerimientos, relacionados con el incremento de la participación de directores externos en las juntas directivas. Se espera que estos directores protejan los intereses de los accionistas ante comportamientos inapropiados de la alta gerencia, gracias a la independencia frente a esta. Sin embargo, según Duchin y sus colaboradores (2010), la efectividad del número de externos en la junta es vista con escepticismo debido a que su desempeño se ve afectado por el acceso limitado a la información, a la que acceden con mayor facilidad los internos.

Para Duchin et al. (2010), los académicos reconocen las dos funciones principales de las juntas: asesoría y supervisión, y aseguran que artículos recientes señalan que la efectividad de los directores externos depende del entorno de información en el que desempeñan sus funciones.

Ed. CESA. V rev.

Especialmente, si existe un costo elevado en adquirir información con respecto a la empresa, los directores externos son menos efectivos en la supervisión y la asesoría a la alta gerencia. Asimismo, ante costos bajos en la adquisición de información, el desempeño de los externos es mejor.

Los autores deciden explorar este supuesto mediante variables relacionadas con el costo de la información de las empresas. Específicamente, miden la disponibilidad, la homogeneidad y la exactitud de los pronósticos trimestrales que realizan los analistas frente al desempeño de las empresas. Respecto de la disponibilidad, mientras más analistas presenten informes sobre una empresa en particular, menos costoso es conseguir información para los externos. En relación con la homogeneidad, Duchin y sus colaboradores (2010) analizan la dispersión de los pronósticos presentados por los diferentes analistas, ya que la falta de consenso entre los analistas sugiere que es costoso para los externos conseguir información relacionada con la empresa. Finalmente, en relación con la exactitud de los pronósticos, calculan las diferencias entre estos y las utilidades reales de las diferentes empresas. Además, construyen un índice que combina las tres variables mencionadas.

Utilizando una muestra de 2.897 empresas para el periodo comprendido entre 1996 y 2005, Duchin et al. (2010) encuentran que en promedio los directores externos solo mejoran significativamente el desempeño de las empresas, cuando el costo de la información es bajo y lo afectan negativamente cuando es alto. Además, los autores analizan la relación entre la composición de la junta y los costos de la información y encuentran que las empresas tienen en cuenta este último factor al diseñar la composición de su junta directiva: las empresas cuyos costos de consecución de información son altos, tienen menos externos en este órgano de gobierno.

Ed. CESA. V rev.

Las implicaciones relacionadas con los directores independientes serán discutidas a profundidad en el siguiente capítulo, dedicado a la composición de la junta, pero el trabajo de Duchin y sus colaboradores (2010) resalta la importancia de evaluar la composición de la junta y la participación de miembros internos y externos dependiendo del costo de la información, de tal manera que este órgano de gobierno avance de manera eficiente en sus tareas de asesoría y supervisión.

Un artículo reciente titulado *¿Qué hacen las juntas realmente?*, elaborado por Schwartz-Ziv y Weisbach (2013), analiza las minutas de las reuniones de 11 empresas israelíes en las que el Estado tiene una participación de capital importante, para develar qué sucede en ellas. El análisis cubre la descripción detallada de las reuniones de las juntas y sus comités entre los años 2007 y 2009, incluyendo todas las participaciones de cada participante. Los autores transforman la información en estas minutas en una base de datos cuantitativa que les permite caracterizar las reuniones para saber en qué trabajan y cómo interactúan con la alta gerencia.

Es importante resaltar el detalle del estudio, ya que para cada asunto, los autores determinan lo que se discute, si la junta profundiza la discusión o toma una decisión, si hay votos en contra, si la decisión acoge la recomendación del gerente o si la junta toma la iniciativa para modificar la acción a tomar, definirla de manera más específica o proponer una acción alternativa, si la junta requirió más información o si se le ofrecieron por lo menos dos alternativas a los directores para tomar la decisión. En total, los autores trabajan 155 minutas de juntas directivas y 247 reuniones de comités, en los que se tomaron 1.422 decisiones y se presentaron 1.037 casos de requisición de un mayor nivel de información para una toma de decisiones informada.

Ed. CESA. V rev.

Para Schwartz-Ziv y Weisbach (2013), debido a la complejidad de la toma de decisiones que realiza la junta, la literatura se centra en analizar una de sus funciones a la vez, con un enfoque gerencial o de supervisión. El trabajo, basado en minutas de reuniones, les permite identificar si las juntas se centran más en una u otra actividad.

Los resultados de Schwartz-Ziv y Weisbach (2013) señalan que las juntas destinan la mayoría de su tiempo a supervisar las acciones del gerente, lo cual es consistente con el enfoque de supervisión. Aproximadamente dos tercios de los asuntos discutidos en las reuniones estudiadas estaban enfocados en acciones de supervisión. El 99% de los asuntos discutidos fue presentado con una sola opción y los directores votaron parcial o totalmente en desacuerdo con el gerente tan solo en el 2.5% de las votaciones. Sin embargo, los autores exponen evidencia que sugiere el papel gerencial que ejerce la junta. En el 8% de los asuntos discutidos la junta tomó la iniciativa y en otro 8% solicitó más información para la toma de decisiones. En cada junta se discutieron diferentes asuntos y, por lo menos en uno de ellos, tomó un papel activo. En el 63% de las reuniones la junta votó en contra del gerente, requirió más información o tomó su propia iniciativa. En general, y de acuerdo con los autores, los resultados sugieren que las juntas pueden ser caracterizadas como supervisores activos de la gerencia, incluso al tomar decisiones gerenciales.

Es importante tener en cuenta que los resultados de Schwartz-Ziv y Weisbach (2013) están relacionados con juntas de entidades en las que el Estado controla las empresas gracias a una participación mayoritaria. Esto puede llevar a que estas juntas desempeñen primordialmente el papel de supervisor. Sin embargo, los resultados pueden variar según el tipo de

Ed. CESA. V rev.

accionista controlante. Finalmente, la junta representa los intereses de los accionistas, y ante la existencia de un socio mayoritario es posible que realice sus funciones en respuesta a las demandas de este último.

2.3. Compensación Gerencial

Una tarea crucial, que generalmente es delegada a la junta directiva, consiste en establecer la remuneración de la alta gerencia. Los paquetes de compensación gerencial han evolucionado y son cada vez más complejos, pues ofrecen bonificaciones que van más allá de un salario fijo. Estudiados inicialmente por Murphy (1985), estos paquetes cuentan con cuatro componentes: primero, un salario base, que representa el componente fijo y lo mínimo que el gerente está dispuesto a recibir para asumir su cargo; segundo, bonos por desempeño cuando las utilidades de la unidad de negocios exceden cierto nivel, con incentivos que permitan alcanzar objetivos de corto plazo; tercero, opciones sobre acciones, que se ofrecen en los mercados financieros más desarrollados, y que permiten al ejecutivo adquirir participación accionaria en la empresa a un precio fijo durante un determinado número de años, con la intención de que aprecie su valor en el largo plazo y busque incrementarlo para obtener una ganancia personal representativa; finalmente, también se incluyen pagos diferidos, en acciones o en efectivo, que el ejecutivo solo puede recibir si permanece en la compañía por cierto tiempo, para generar un incentivo que lo obligue a apreciar el valor de las acciones de la empresa en el largo plazo.

Ed. CESA. V rev.

Para que estos paquetes de compensación puedan ser implementados teniendo en cuenta sus cuatro componentes es necesario contar con dos condiciones previas: primero, la existencia de mercados financieros desarrollados que permitan la correcta valoración de los instrumentos usualmente incluidos en los paquetes de compensación (acciones y opciones) y que faciliten su liquidez o la posibilidad de convertirlos en dinero en efectivo; y segundo, que la empresa haya emitido acciones como mecanismo de financiación en el mercado de capitales. Sin embargo, en términos generales, el diseño de un esquema de compensación gerencial que tenga un componente variable adicional al fijo, puede ser llevado a cabo en cualquier empresa, aun si es una sociedad cerrada o de familia. Por ejemplo, en el caso de las sociedades por acciones simplificadas es posible pactar remuneraciones variables en las que el administrador recibe parte de su pago en acciones, o en otros tipos societarios los administradores pueden ser socios con aportes en trabajo personal. Además, el componente variable puede depender del desempeño financiero de la empresa, incluso si no se encuentra listada en bolsa.

Debido a que la compensación del gerente es una tarea fundamental de las juntas directivas, diferentes investigadores han estudiado el papel que las juntas desempeñan realizando esta función. Por ejemplo, Core, Holthausen y Larcker (1999) aseguran que los niveles de compensación en general, y la compensación por desempeño en particular, han sido objeto de discusión en las comunidades académicas y de negocios. Básicamente, debido a la influencia que puede tener un gerente sobre la junta, su capacidad de estructurar paquetes de compensación para salvaguardar los intereses de accionistas externos, es cuestionable. Por tanto, los autores desean determinar si existe algún vínculo entre el nivel de compensación del gerente y la calidad del sistema de gobierno corporativo.

Ed. CESA. V rev.

Sus hallazgos demuestran varias cosas. Por ejemplo, que la compensación del gerente es mayor cuando ejerce también como presidente de la junta directiva, cuando las juntas directivas son grandes, y cuando la mayoría sus miembros son externos y a la vez son seleccionados por el gerente, lo que pone en entredicho su independencia. Además, la compensación del gerente es mayor cuando los miembros externos de la junta no cuentan con tiempo para desempeñar una buena supervisión o asesoría en el ejercicio de sus funciones. Por otra parte, la compensación del gerente es menor a mayor participación de propiedad que tiene en la empresa o cuando existe un accionista mayoritario externo con suficiente participación como para supervisar las acciones del gerente. De igual manera, la presencia de miembros de junta directiva con participación de propiedad representativa en la empresa lleva a menores niveles de compensación del gerente.

Lo anterior demuestra la existencia de una relación entre la estructura de gobierno de la empresa y la compensación gerencial. Los resultados expuestos por Core et al. (1999) sugieren que las empresas con estructuras de gobierno débiles tienen mayores problemas de agencia; los gerentes en empresas con mayores problemas de agencia extraen una mayor compensación y las empresas con mayores problemas de agencia se desempeñan pobremente. En los siguientes capítulos se discutirán artículos que cuestionan la efectividad de juntas directivas muy grandes, así como la existencia de directores 'grises' o grey directors: miembros de juntas directivas que aparentemente son externos a la empresa y no tienen en principio conflictos de intereses, pero que resultan relacionados de alguna manera con la alta gerencia y que pueden favorecer al gerente antes que a los accionistas. Además, se discutirá la manera en que los miembros de juntas directivas que disponen de poco tiempo, pueden adoptar comportamientos oportunistas

Ed. CESA. V rev.

y no ejercer a cabalidad sus funciones. Core et al. (1999) relacionan estas características de las juntas con estructuras débiles de gobierno corporativo y con mayores niveles de compensación gerencial.

El establecimiento de la compensación del gerente por parte de la junta directiva ha llevado a que en diversas empresas las juntas decidan conformar un comité de compensación que las apoye en el establecimiento de esta política. Es más, la regulación en varios países ha obligado a la constitución de estos comités y ha impuesto reglas para su conformación. Por ejemplo, Sun, Cahan y Emanuel (2009) resaltan cómo en Estados Unidos, en el año 2003, la *Securities and Exchange Commission* (SEC) aprobó nuevas reglas para las empresas listadas, entre las cuales requirió la conformación de comités de compensación conformados exclusivamente por externos.

Dada la importancia asignada a este comité, Sun y sus colaboradores (2009) deciden evaluar si un mejor gobierno corporativo en la empresa se ve reflejado en mejores comités de compensación. Un mejor comité de compensación debe ser capaz de diseñar e implementar acuerdos contractuales con mayores incentivos para que el gerente alcance un mejor desempeño y reduzca su capacidad para extraer beneficios de los accionistas. Si la relación entre la compensación de opciones y el desempeño futuro de la empresa es positiva con respecto de la calidad del comité de compensación, se podría comprobar esta hipótesis.

Sun et al. (2009) evalúan la calidad del comité de compensación al analizar su composición con seis medidas diferentes: la proporción de miembros nombrados durante el periodo del gerente en ejercicio, la proporción de miembros del comité que ejercen como gerentes en otras empresas, la proporción de directores muy ocupados (con más de tres posiciones en las

Ed. CESA. V rev.

juntas de otras empresas), la proporción de miembros con más de diez años de servicio en la junta directiva, la participación agregada de capital en la empresa por parte de los miembros del comité y el tamaño del mismo.

Si las tres primeras medidas utilizadas por estos autores son mayores, la calidad del comité de compensación será menor. Por el contrario, si las tres últimas son mayores, existirá una mayor posibilidad de definir un buen paquete de compensación gerencial. Esto se debe a que los miembros del comité nombrados en el mismo periodo de ejercicio del gerente pueden intentar favorecerlo, quienes ejercen cargos de gerentes en otras empresas pueden solidarizarse con el gerente de la empresa en la que definen la compensación y los miembros del comité que disponen de poco tiempo pueden desempeñar mal sus funciones. Por otra parte, los miembros con más de diez años de servicio tienen una reputación y un conocimiento profundo de la empresa, y a medida que exista una mayor participación en el capital de la empresa, sus miembros estarán más interesados en definir un esquema de compensación que direccione acertadamente los esfuerzos del gerente, y será más difícil para el gerente generar influencias sobre comités de compensación más grandes.

Sun et al. (2009) analizan una muestra de 474 empresas estadounidenses y encuentran que la relación entre la compensación de opciones sobre acciones del gerente y el ingreso operativo de la empresa uno, dos o tres años después, incrementa en la medida en que la calidad del comité de compensación crece. Los resultados respaldan la hipótesis de que un mejor comité de compensación lleva al establecimiento de acuerdos contractuales, que resulta en un mejor desempeño financiero de la empresa.

Los artículos de Core et al. (1999) y Sun et al. (2009) resaltan la importancia de la estructura de gobierno para que la compensación gerencial sea

Ed. CESA. V rev.

coherente y conveniente para los accionistas. Cornett, Marcus y Tehranian (2008), por su parte, realizan un análisis que resulta importante por las enseñanzas que aporta sobre la compensación que se ofrece a los gerentes. Los autores aseguran que la literatura financiera y de contabilidad ha investigado el impacto del gobierno corporativo y los esquemas de compensación sobre el comportamiento de los gerentes. Mientras que la literatura financiera ha demostrado que los esquemas de compensación afectan el desempeño de las empresas, la literatura contable señala una relación de los esquemas de compensación con el *earnings management* o contabilidad creativa. Este concepto implica el desarrollo de acciones que pueden ser incluso ilegales, pero que pretenden mejorar los resultados financieros de las empresas, haciendo caso omiso a la prudencia y visión conservadora con la que se construyen los estados financieros.

Teniendo en cuenta lo anterior, Cornett y sus colaboradores (2008) deciden examinar el impacto que tiene la estructura de gobierno corporativo y la compensación que se ofrece al gerente sobre el desempeño de la empresa, una vez que es ajustado por el efecto que tiene la contabilidad creativa sobre la rentabilidad. La idea fundamental de los autores es analizar si la importancia de la estructura de gobierno y de la compensación gerencial ha sido subestimada o sobre-estimada, al contar con la propensión de los gerentes a utilizar la contabilidad creativa para mejorar los resultados financieros de la empresa.

Los autores utilizan una muestra conformada por las 100 empresas más grandes listadas en Estados Unidos para el periodo 1994-2003 y encuentran que, luego de tener en cuenta el impacto del *earnings management* sobre las medidas de desempeño financiero de la empresa, la importancia del

Ed. CESA. V rev.

buen gobierno corporativo para la rentabilidad de la empresa resulta ser sustancialmente mayor. Por el contrario, la importancia de la compensación basada en incentivos para el gerente resulta ser menor de lo que sugiere la anterior literatura financiera y contable. Esto indica que una buena estructura de gobierno corporativo es fundamental para la empresa, mientras que el diseño de un paquete de compensación gerencial es menos importante para su "verdadero" desempeño financiero.

La discusión de Cornett et al. (2008) relacionada con sus resultados, señala que la compensación gerencial a través de acciones u opciones sobre acciones puede incrementar los incentivos del gerente para buscar la maximización de la riqueza de los accionistas, pero también puede incentivar a los gerentes a utilizar contabilidad creativa para incrementar el desempeño reportado de la empresa en periodos en los que planean vender acciones o ejercer opciones. Lo anterior no sucede con mecanismos de gobierno corporativo como la concentración de la propiedad por parte de inversionistas que estén en capacidad de supervisar al gerente, o con la presencia de miembros externos de la junta directiva.

Un estudio de Efendi, Srivastava y Swanson (2007) expone resultados similares. Los autores investigan si los paquetes de compensación que incluyen opciones sobre acciones han incidido en el incremento de la revelación de estados financieros con información incorrecta. El estudio se centra en la relación entre la compensación con opciones sobre acciones a los gerentes y los *accounting restatements* realizados por la compañía. Esto implica la corrección y divulgación de estados financieros con errores previamente reportados en el registro contable, el incumplimiento de los principios contables generalmente aceptados, o fraude.

Ed. CESA. V rev.

Efendi y sus colaboradores centran su atención en la década de los noventa, en Estados Unidos, donde sucedieron dos cosas simultáneamente. Primero, la compensación de los gerentes cambió radicalmente al incorporar componentes variables como las opciones sobre acciones. Segundo, los precios de las acciones estuvieron sobrevaluados, lo que aumentó las utilidades de las opciones sobre acciones para los gerentes en posesión de las mismas. Esto genera conflictos de intereses, pues los gerentes desean conservar los precios de las acciones en los mismos niveles con la dificultad de justificarlos, lo que lleva a adoptar prácticas contables inapropiadas para aparentar un buen desempeño financiero que soporte los altos precios de las acciones.

Los autores recolectaron estados financieros de empresas, que presentaban correcciones entre los años 2001 y 2002, analizaron la información para determinar los momentos específicos en que se transmitió información incorrecta sobre estados financieros y estudiaron los incentivos de los gerentes para esas empresas en el momento de reportar equivocadamente la situación financiera de la empresa. Un análisis econométrico les permitió determinar que el factor más importante en la probabilidad de información incorrecta es el hecho de que el gerente disponga de una cantidad importante de opciones sobre acciones de la empresa a un precio de ejercicio inferior al de mercado, es decir, a un precio conveniente para los gerentes. Además, los autores analizan la magnitud de los errores y encuentran que mientras mayor sea la cantidad de opciones para los gerentes en estas condiciones, mayor será el error en las utilidades reportadas por parte de la empresa.

El análisis muestra además que los gerentes de las compañías que reportaron erróneamente sus estados financieros, tenían en promedio diez

Ed. CESA. V rev.

veces la inversión en opciones de acciones en comparación con los gerentes de compañías pares que no cometieron errores en los reportes. Además, los gerentes con opciones en compañías con malos reportes financieros ejercieron parte de su portafolio de opciones durante el periodo en estudio. En general, este estudio sugiere que incrementar la compensación variable de los gerentes puede generar incentivos perversos distintos a los deseados por los accionistas, y que el diseño de los paquetes de compensación gerencial no es una tarea trivial, que merece atención especial para evitar poner en riesgo a la empresa y a sus propietarios.

A pesar de los resultados reseñados previamente, existe evidencia de que la habilidad de la junta define la compensación del gerente. Allgood, Farrell y Kamal (2012) señalan el surgimiento de una corriente que vincula las características del gerente con las de la empresa que lo contrata, para determinar si existe un proceso de compatibilidad (endógeno) entre el gerente y la empresa, o un proceso de mercado (exógeno), como regularmente ha sido evaluado. De acuerdo con Allgood et al. (2012), esta corriente teórica no se enfoca en la noción de buenos o malos gerentes, sino que supone que los trabajadores presentan un desempeño diferente según la empresa en la que trabajen o el trabajo que desempeñen. La capacidad de ajuste no se conoce de antemano sino que se aprende en el proceso. Así, cuando las habilidades del gerente no se alinean fácilmente con las necesidades de la empresa, la relación laboral se daña, mientras que prospera cuando existe un buen ajuste.

Según Allgood y sus colaboradores (2012), las empresas y los gerentes no están completamente desinformados con respecto a las características del otro y las expectativas de un buen ajuste difieren en cada caso. Pero a la vez, la información disponible no es simétrica, es decir, no es la misma para

Ed. CESA. V rev.

todos los casos. Por lo tanto, las juntas directivas de algunas empresas pueden confiar en las bondades del nuevo gerente, mientras que otras juntas pueden tener un mayor nivel de reserva. Si esto sucede, en el primer caso los gerentes recibirán una mejor compensación inicial y permanecerán más tiempo en el cargo, mientras que en el segundo caso los gerentes tendrán un menor nivel de compensación y serán despedidos de tempranamente.

Los autores contrastan esta hipótesis de trabajo con una base de datos de 1.448 vinculaciones de gerentes a empresas entre 1992 y 2006. Las estimaciones econométricas muestran que los gerentes que permanecen en su cargo por lo menos cuatro años reciben un 18% más de compensación que aquellos con menor permanencia. Esta mayor compensación no se adquiere con el tiempo, sino que es definida desde el momento de la vinculación.

Una extensión del trabajo de Allgood et al. (2012) es tratar de determinar si la compensación gerencial varía cuando el gerente es contratado por los ejecutivos que trabajan en la empresa o si viene del mercado laboral. Los hallazgos revelan que los gerentes seleccionados entre el cuerpo de ejecutivos de la empresa que permanecen en sus cargos, obtienen una compensación gerencial inicial superior en un 30% a gerentes internos que son rápidamente despedidos. Esto permite concluir a los autores que las juntas directivas tienen mejor información respecto de la posibilidad de un ajuste exitoso cuando contratan gerentes del grupo de ejecutivos de la empresa y usan esta información para determinar la compensación del gerente. Además, las juntas directivas definen la compensación gerencial de acuerdo con sus expectativas de éxito o fracaso de los gerentes que contratan, internos o externos, y el éxito de la junta se ve reflejado en la permanencia en el cargo y el buen desempeño de los gerentes mejor compensados.

Ed. CESA. V rev.

2.4. Estrategia Corporativa

La escuela clásica de pensamiento estratégico sostiene que en el proceso de formulación estratégica se deben evaluar las condiciones del entorno, las fortalezas y debilidades de la organización, y de acuerdo con los valores de la empresa y su responsabilidad social, formular distintas estrategias y escoger una para implementarla. Esta estrategia debe ser deliberada, estar a cargo de un estratega, simple, única, completamente formulada, explícita y aplicada. Los primeros enfoques relacionados con la planeación estratégica se presentan desde un punto de vista racional (Selznick, 1957; Chandler, 1962; Andrews, 1971). De acuerdo con Mintzberg (1990), estos aportes dieron origen a la principal escuela de pensamiento estratégico bajo la cual se simplifica al máximo la planeación como un proceso que busca un encaje perfecto entre las amenazas y oportunidades externas y las competencias distintivas de la empresa.

Mintzberg (1990) realiza diversas críticas a este modelo de planeación estratégica: primero, argumenta que las debilidades y fortalezas de una empresa son cambiantes y que tratar de reconocerlas previamente para diseñar una estrategia implica negar el proceso de cambio en el entorno; segundo, asegura que la estructura no sigue la estrategia, como lo afirma Chandler (1962), sino que ambas se retroalimentan constantemente en un continuo aprendizaje; tercero, asegura que hacer estrategias muy explícitas impiden la flexibilidad en las empresas y la adaptación al cambio. Con estas críticas el autor quiere resaltar que los procesos de planeación estratégica no pueden ser tan estrictos, sino que deben dar espacio para la adaptación y la retroalimentación constantes.

Ed. CESA. V rev.

Lo importante en los aportes reseñados hasta el momento es el reconocimiento de la existencia de procesos de planeación e implementación estratégica, que antes de ser considerados secuenciales, hacen parte del continuo aprendizaje de las empresas. Los aportes de Selznick (1957) y Chandler (1962) resaltan la importante labor que realiza la alta dirección al definir la estrategia que debe seguir la empresa y sugieren que el control y el seguimiento a la misma hacen parte fundamental de sus funciones. Las críticas de Mintzberg (1990) señalan aspectos importantes de la planeación estratégica, como el reconocimiento de la dificultad inherente a la determinación de las debilidades y fortalezas de la organización, la necesidad de evaluar constantemente el entorno y valorar el aprendizaje continuo de la empresa, la necesidad de tener en cuenta estrategias emergentes y no solo las previamente definidas y el reconocimiento de la relación bidireccional entre estructura y estrategia.

La relación entre las juntas directivas y la estrategia corporativa ha sido discutida ampliamente desde estos aportes clásicos en el pensamiento estratégico. Por ejemplo, Andrews (1981), en un artículo titulado *Estrategia corporativa como una función vital de la junta directiva*, resalta la importancia del involucramiento de los miembros de junta en el diseño y la ejecución de la estrategia corporativa. Para el autor, la participación efectiva de la junta en el proceso de planeación estratégica puede hacer una diferencia importante y de largo plazo en el desempeño financiero de la empresa y puede contribuir a su pervivencia.

Andrews (1971) desarrolla cuatro puntos en su artículo para explicar su punto de vista en torno a la manera en que la junta directiva debe involucrarse en la planeación estratégica. Primero, a través de testimonios de

Ed. CESA. V rev.

gerentes, demuestra que la estrategia es un asunto que compete a la junta directiva y que los directores pueden involucrarse de diferentes maneras en el proceso de diseño para que la aprobación de la estrategia sea más sencilla al momento de presentarla a la junta. Segundo, resalta los problemas de hacer explícita la estrategia y muestra cómo la participación de la junta directiva no implica que su trabajo sea formular totalmente la estrategia de la empresa, sino que debe supervisar el proceso a través del cual se produce. Para Andrews (1971) es muy importante contar con gerentes de pensamiento estratégico, que son quienes deben tener claro el panorama completo de la estrategia.

En tercer lugar, para Andrews (1971) es tan relevante el involucramiento de la junta directiva en la planeación estratégica de empresas pequeñas como lo es en las empresas más grandes y complejas. Aun cuando el autor reconoce que las empresas pequeñas realizan los procesos de manera más informal y centrada en una persona o un pequeño equipo de trabajo, considera que la falta de planeación estratégica puede ser la diferencia entre el aprovechamiento de oportunidades y la caída rápida y profunda en problemas que atenten contra la perdurabilidad de la empresa. Finalmente, Andrews (1971) critica el establecimiento de comités estratégicos para las juntas directivas. En grandes empresas, las juntas establecen comités para soportar funciones críticas que realizan como comités de nominación, de remuneración, de auditoría, entre otros. Sin embargo, para Andrews (1971), el establecimiento de un comité estratégico le resta importancia a esta tarea, en la que deben estar involucrados todos los miembros de la junta directiva. La responsabilidad de la junta sobre la estrategia de la empresa no es delegable a un pequeño grupo de directores.

Ed. CESA. V rev.

Dentro de los primeros estudios que evalúan de manera empírica la relación entre la junta directiva y el comportamiento estratégico adoptado por la empresa, está el de Baysinger, Kosnik y Turk (1991), quienes estudian el conflicto de interés que puede presentarse entre gerentes y accionistas cuando se define la estrategia corporativa de inversiones en investigación y desarrollo. Según Baysinger et al. (1991), la inversión en investigación y desarrollo es una estrategia de alto retorno y riesgo, atractiva para los accionistas por los efectos positivos que puede tener sobre el desempeño de la empresa y por la capacidad que ellos tienen de diversificar el riesgo por su posición en otras empresas y portafolios diversificados. Por otra parte, en la medida en que el sistema de recompensas del gerente esté centrado en el desempeño de la empresa, los gerentes pueden mostrarse reacios a invertir en investigación y desarrollo porque este tipo de estrategias tienen alta probabilidad de fracaso y no generan resultados en el corto plazo. El conflicto potencial descrito anteriormente puede hacerse más profundo debido a que el capital humano y la riqueza del gerente están atados a su permanencia en el cargo y no es posible diversificar el riesgo asumido de una posible remoción.

Una vez planteado el conflicto de interés, Baysinger, Kosnik y Turk (1991) aseguran que algunos factores pueden influenciar la decisión del gerente con respecto a las decisiones de inversión en investigación y desarrollo. Estos factores hacen parte del sistema de gobierno de la empresa, y pueden ser, entre otros, la presencia de inversionistas institucionales o mayoritarios y la junta directiva. Bajo esta lógica, la junta directiva debe ejercer sus funciones como representante de los accionistas, y por tanto, a medida que tenga una mayor representación de directores externos e independientes, debería promover estrategias que incrementen la riqueza de los accionistas, como la inversión en investigación y desarrollo.

Ed. CESA. V rev.

A partir de una muestra de 176 empresas, extraída de la lista de *Fortune 500*, con información suficiente a principios de la década de los 80 para conducir el análisis, los autores encuentran, contrario a lo que esperaban, que la participación de miembros internos de juntas directivas está asociada de manera positiva y significativa a la inversión en investigación y desarrollo. Baysinger y sus colaboradores (1991) ofrecen una explicación alternativa al razonamiento previo para este resultado: los altos ejecutivos pueden estar más inclinados a realizar inversiones en investigación y desarrollo si se encuentran bien representados en la junta directiva y por lo tanto dependen menos del juicio y la evaluación de los directores externos. Según los autores, debido a que la junta directiva es la encargada de evaluar y recompensar el desempeño de los ejecutivos, las relaciones entre la composición y funcionamiento de este órgano de gobierno, los sistemas de evaluación de la empresa y su orientación estratégica, merecen más atención por parte de los investigadores.

Otra autora que contribuye a la discusión con respecto al papel que juega la junta directiva en la estrategia corporativa, es Siciliano (2005). Para ella, existen tres posturas diferentes frente al rol de las juntas en la formulación estratégica de la empresa. El nivel de involucramiento más bajo se encuentra en el punto de vista tradicional que le otorga una responsabilidad que no interfiere en las operaciones diarias de la empresa. El papel que desempeña la junta es representar y proteger a los accionistas a través de la supervisión a las decisiones de la gerencia. Por lo tanto, el desarrollo de la estrategia es una tarea de la alta gerencia y el papel de la junta es revisar los análisis del gerente, aconsejarlo y ratificar sus decisiones.

Un nivel de involucramiento intermedio se encuentra en la corriente teórica que otorga a la junta directiva un papel más activo, específicamente

Ed. CESA. V rev.

encaminado a revisar la estrategia de la empresa. De acuerdo con Siciliano (2005), aquí no se espera que los directores desarrollen nuevas estrategias, pero sí que sugieran cambios para mejorar los planes estratégicos, que discutan la postura de la gerencia frente a la empresa y su entorno y que cuestionen los procesos de implementación estratégica.

Además, existe la corriente teórica bajo la cual se espera un alto involucramiento de la junta directiva en la formulación de la estrategia corporativa. Bajo este punto de vista, se sugiere que la junta asuma una posición colaborativa con la alta gerencia. Se espera un trabajo conjunto para determinar el rumbo estratégico de la organización. Según Siciliano (2005), los miembros de la junta deben analizar las estrategias existentes y proponer unas nuevas. La posición de la junta no se limita a supervisar y aprobar decisiones gerenciales, sino que participa en el proceso creativo relacionado con la formulación estratégica.

Para evaluar el involucramiento de la junta en la formulación de la estrategia corporativa, Siciliano (2005) analiza una serie de encuestas aplicadas a gerentes de 275 empresas y a los miembros de las juntas directivas de 179 empresas en los Estados Unidos. Los resultados de su investigación sugieren que el involucramiento de la junta en la definición de la organización, el análisis del entorno, la identificación de objetivos y planes estratégicos, y el seguimiento a la implementación estratégica en general no es muy participativo pero tampoco muy pasivo. No están muy involucradas en el diseño de la estrategia pero tampoco ejercen como juntas que aprueban planes ocasionalmente sin participar en su formulación.

Por otra parte, Siciliano (2005) resalta que los resultados financieros que obtienen las empresas condicionan la manera como la junta directiva

Ed. CESA. V rev.

interactúa con la alta gerencia en la formulación estratégica. Cuando las empresas obtienen resultados financieros satisfactorios es más común encontrar un proceso colaborativo entre la junta directiva y la alta gerencia en la creación de nuevas estrategias. Sin embargo, cuando la empresa muestra resultados financieros débiles, la junta toma mayor control del proceso formal de formulación de la estrategia corporativa. Además, la existencia de organismos gubernamentales de supervisión para determinadas industrias y la competencia agresiva que requiere el desarrollo de nuevas competencias son factores adicionales que incrementan el involucramiento de la junta en la formulación estratégica.

Hendry y Kiel (2004) presentan un trabajo teórico que contribuye en este debate al discutir el papel de las juntas directivas en la formulación estratégica de la empresa. Los autores desarrollan una perspectiva teórica nueva a partir de dos tipos de comportamiento que las juntas directivas pueden adoptar como órganos de gobierno (control estratégico y control financiero) y analizan factores que favorezcan la adopción de uno u otro tipo de control. Para Hendry y Kiel (2004), las juntas asumen un enfoque basado en el control estratégico cuando determinan las condiciones bajo las cuales se desarrolla el proceso de formulación estratégica en la empresa; cuando controlan el contenido de la estrategia al solicitar a la alta gerencia la justificación de sus propuestas, al evaluar estrategias alternativas y supervisar el progreso; y cuando conducen la estrategia al evaluar constantemente su implementación y al realizar los cambios que considera necesarios. Este tipo de comportamiento resulta en un control formal e informal permanente sobre la alta gerencia y en una evaluación del gerente que tiene en cuenta sus aportes en la formulación de la estrategia corporativa.

Ed. CESA. V rev.

Por otra parte, los autores describen un enfoque basado en el control financiero cuando la junta directiva favorece el resultado financiero de la estrategia implementada. Por lo tanto, el órgano de gobierno fija objetivos financieros y toma decisiones que afectan la estrategia de la empresa con base en estos, al aprobar, rechazar o consultar a la alta gerencia sobre sus propuestas estratégicas. Esto implica necesariamente que la junta se basa en los resultados financieros de la empresa para evaluar el desempeño del gerente.

Según Hendry y Kiel (2004), algunas contingencias pueden llevar a la junta a adoptar uno u otro tipo de comportamiento. La primera de ellas es el poder relativo de la junta sobre el gerente. Gerentes muy poderosos pueden influenciar a la junta y sus miembros, y por lo tanto, afectar el nivel de involucramiento de la junta en la formulación estratégica. De igual manera, gerentes recién contratados generalmente determinan una nueva estrategia a seguir. Por otra parte, una junta poderosa puede despedir al gerente con un desempeño financiero pobre, escoger la estrategia que debe seguir la empresa y luego contratar a un gerente capaz de implementarla. Por lo tanto, las juntas que se muestren más poderosas frente a la alta gerencia asumirán más fácilmente un control estratégico, mientras que juntas menos poderosas se inclinarán por el control financiero.

Otra contingencia que tienen en cuenta los autores es la incertidumbre percibida en el entorno. Cuando existe una incertidumbre moderada o baja, el gerente está más dispuesto a correr riesgos por cuenta propia y la junta directiva con mayor probabilidad adoptará un enfoque de control financiero. Sin embargo, a medida que la incertidumbre se incrementa, los gerentes buscan menor riesgo y el involucramiento de la junta en la

Ed. CESA. V rev.

formulación estratégica se dará con mayor probabilidad, lo que lleva a la adopción de un enfoque de control estratégico.

Además, los autores aseguran que las asimetrías de información afectan el enfoque que adopta la junta en la formulación estratégica. Cuando existen asimetrías de información profundas entre lo que sabe el gerente y lo que sabe la junta, la última se verá inclinada a evaluar al gerente por el resultado financiero de la empresa y adoptará un enfoque basado en el control financiero. Por otro lado, con un mayor nivel de información relacionado con la realidad de la empresa, es más probable que la junta se involucre en la formulación estratégica y adopte un enfoque de control estratégico.

Estos planteamientos teóricos, presentados por Hendry y Kiel (2004), ayudan a entender las diferentes posturas que puede adoptar una junta directiva frente a la formulación e implementación estratégica, y resultan en una invitación para que los investigadores desarrollen trabajos empíricos que permitan contrastar las implicaciones teóricas de su modelo de pensamiento.

Para finalizar, es pertinente reseñar las implicaciones del trabajo de Schmidt y Brauer (2006), quienes señalan que los escándalos de corrupción en las empresas estadounidenses han llevado a una fuerte presión por parte de inversionistas, acreedores financieros y accionistas sobre las juntas directivas, para garantizar un gobierno corporativo efectivo sobre sus inversiones. Las discusiones se han centrado en determinar la composición adecuada de las juntas para garantizar su buen desempeño. Sin embargo, la evaluación de la efectividad de la junta que guía la ejecución e implementación estratégica no se ha estudiado hasta el momento. Debido al secreto empresarial que existe en relación con la actividad de las juntas,

Ed. CESA. V rev.

la evaluación de su efectividad en el seguimiento a la implementación estratégica es mucho más difícil de evaluar que su composición.

Pero, ¿cómo se realiza la evaluación del desempeño de las juntas directivas? Schmidt y Brauer (2006) utilizan esta pregunta como punto de partida y resaltan dos maneras tradicionales a través de las cuales se lleva a cabo la evaluación del desempeño de las juntas directivas. La primera consiste en un proceso de autoevaluación que se realiza generalmente con una periodicidad anual. Así, los miembros de la junta directiva se reúnen para cuestionar su propio desempeño y proponer estrategias potenciales de mejoramiento. Sin embargo, la autoevaluación es cuestionada por Schmidt y Brauer (2006), quienes discuten que desde un punto de vista científico se ha demostrado que las juntas tienen a ser más tolerantes, más sesgadas y menos alienadas con las evaluaciones que realizan externos sobre su desempeño. Además, un proceso de autoevaluación puede no ser efectivo cuando está influenciado políticamente. Los directores pueden negarse a desafiarse mutuamente y preferir no cuestionar el desempeño de sus compañeros, y los directores de desempeño pobre pueden realizar alianzas con los demás miembros de la junta para conservar sus posiciones.

La segunda manera a través de la cual se realiza comúnmente la evaluación de la junta es a través de la participación de un comité externo. Schmidt y Brauer (2006) acuden a estudios que demuestran que esta es una práctica común en Estados Unidos, en donde un tercio de las empresas más grandes del país reporta la existencia de comités externos para evaluar el desempeño de las juntas. Este tipo de valoración tiene ventajas, como un juicio menos sesgado y más independiente y externo para juzgar el papel de los miembros de la junta. Sin embargo, el problema fundamental está

Ed. CESA. V rev.

en información asimétrica. Los pares externos carecen de una observación directa de la dinámica de las juntas directivas y no hacen parte del proceso de formulación estratégica, lo que dificulta la evaluación del desempeño de la junta frente a la implementación estratégica.

Schmidt y Brauer (2006) se apoyan en literatura previa y proponen utilizar las decisiones de asignación de recursos como indicadores del comportamiento estratégico de las juntas directivas. Específicamente, los autores sugieren evaluar la consistencia estratégica entre la asignación de recursos aprobada por la junta directiva y la estrategia anunciada previamente, utilizando esta medición como un indicador de la efectividad de la junta al guiar el proceso de implementación estratégica. Los autores reconocen que una empresa puede anunciar una estrategia y luego realizar una asignación de recursos diferente, algo que puede ser o no intencional. Los procesos políticos y sociales alrededor de la empresa pueden influenciar el proceso de asignación de recursos y desviar a la organización de su estrategia. Sin embargo, este enfoque desconoce que la empresa puede revisar la estrategia formulada en el proceso de implementación.

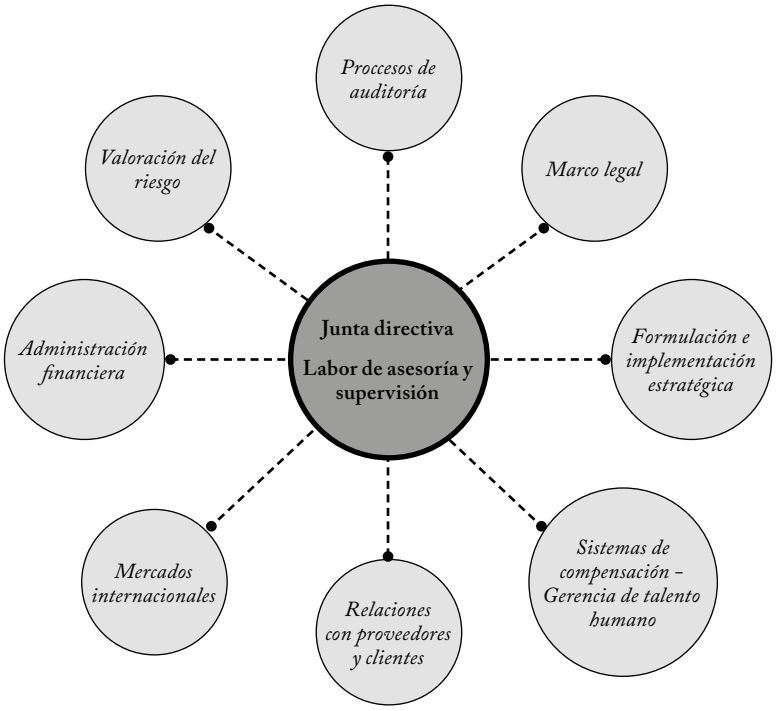
2.5. Otras Funciones y Comités de las Juntas

Las funciones listadas previamente parecen relativamente pocas frente a la gran responsabilidad que se le asigna a la junta directiva. La **Figura 1** muestra algunas de las áreas temáticas que se esperan abordar.

Ed. CESA. V rev.

Figura 1

Áreas temáticas de conocimiento a ser manejadas por los miembros de junta directiva de la empresa. Adaptada de Hilb (2005).



Los procesos de auditoría financiera, la asesoría legal, el involucramiento en la formulación e implementación estratégica, la definición de la compensación gerencial, la administración financiera, y la valoración o construcción de mapas de riesgo, son algunas de las actividades que debe desarrollar una junta directiva. Todas estas tareas hacen parte de las dos funciones generales asignadas a las juntas y discutidas previamente: asesoría

Ed. CESA. V rev.

y supervisión. Existe un énfasis particular en la compensación gerencial y el involucramiento de la junta en la formulación e implementación estratégica, debido a la importancia de estas dos funciones; sin embargo, estos aspectos también hacen parte de la asesoría y supervisión que conduce este órgano de gobierno en su relación con la alta gerencia.

En el desarrollo de sus múltiples tareas, las juntas directivas conforman comités que apoyan sus actividades. Recientemente, Upadhyay, Bhargava y Faircloth (2014) analizaron el efecto moderador que tienen los comités de supervisión en la relación existente entre el tamaño de la junta directiva y el desempeño financiero de las empresas. Estudios previos señalan que el tamaño de las juntas, e incluso un mayor número de directores externos, incrementa sus problemas de coordinación, comunicación y acentúa la existencia de asimetrías de información. Según Upadhyay y sus colaboradores (2014), la relación entre la estructura de la junta y el desempeño ha sido ampliamente estudiada, pero el papel de los comités de apoyo ha recibido poca atención. Entre estos comités se encuentran algunos cruciales y mandatorios en Estados Unidos, como los comités de auditoría, nominación y compensación gerencial. Debido a que las juntas delegan funciones cruciales a los comités de apoyo que constituyen, los autores analizan la correlación entre la estructura de la junta y el desempeño de la empresa alrededor de dichos comités.

Upadhyay et al. (2014), discuten algunos estudios previos que resaltan la importancia de los comités de apoyo. Por ejemplo, se ha encontrado que permiten reducir la falta de interés de algunos miembros de junta directiva al vincularse a alguno de estos comités. Además, la existencia de subgrupos de directores puede ayudar a mejorar la comunicación entre ellos, y mitiga

Ed. CESA. V rev.

la probabilidad de que alguno de los miembros de la junta directiva no realice actividades en favor de la empresa.

A partir de una muestra de empresas estadounidenses, Upadhyay y sus colaboradores (2014) analizan la relación entre el tamaño de la junta y el desempeño de la empresa, teniendo en cuenta la existencia y la estructura de cinco comités de supervisión: auditoría, compensación, nominación, gobierno corporativo y ejecutivo. Los hallazgos señalan que las empresas que cuentan con más de tres comités de supervisión, no solamente logran mitigar el efecto negativo de una junta de gran tamaño sobre el desempeño de la empresa, sino que lo invierten. Es decir, existe una relación positiva entre el tamaño de la junta y el desempeño de la empresa cuando hay más de tres comités de supervisión que apoyan las labores de las juntas. Estos resultados señalan la importancia de los comités de apoyo para que la junta cumpla a cabalidad con sus funciones y tenga un efecto positivo sobre el desempeño de la empresa. No en vano los autores encuentran empresas que cuentan hasta con nueve comités de apoyo para sus juntas directivas.

La relevancia de los comités de apoyo de la junta directiva ha sido estudiada por otros autores. Por ejemplo, Xie, Davidson y DaDalt (2003) analizan el papel de la junta y el comité de auditoría en la prevención del *earnings management* o contabilidad creativa. La preocupación del órgano regulador en Estados Unidos, la *Securities and Exchange Commission* (SEC), se hizo evidente a través de declaraciones a finales de la década de los noventa. Bajo el *earnings management*, los gerentes alteran los reportes financieros y la estructura de las operaciones de la empresa para incidir en sus resultados y en su desempeño financiero, opacando el juicio de actores

Ed. CESA. V rev.

externos sobre la salubridad financiera de la empresa. Una de las recomendaciones de la SEC para evitar esta práctica es que los miembros del comité de auditoría sean expertos en finanzas que ayuden a identificar la utilización de prácticas relacionadas con la contabilidad creativa.

Xie y sus colaboradores (2003) parten del supuesto de que la supervisión que ejerce la junta directiva no solo se ve afectada por la composición de la junta, sino además por la composición y la estructura de los comités de apoyo. Estudios previos han demostrado que las decisiones más importantes de las juntas directivas se originan en estos comités, y que algunos de ellos, como el de auditoría, influencian de manera importante las actividades desarrolladas por las firmas. Un comité de auditoría bien estructurado y con un buen desempeño debería prevenir la utilización de prácticas asociadas a la contabilidad creativa. Para ello, los comités de auditoría deberían contar con una gran proporción de miembros externos, que cuenten con experiencia previa en corporaciones y áreas financieras.

Los autores utilizan una muestra de empresas estadounidenses para las que obtienen información de la década de los noventa y encuentran que la composición del comité de auditoría está asociada con la prevención del *earnings management*. En particular, la proporción de miembros del comité de auditoría con experiencia en empresas o bancos en el área financiera está asociada negativamente con esta práctica. De igual manera, existe una asociación negativa entre la contabilidad creativa y el número de reuniones del comité de auditoría y el de la junta en general. Los resultados sugieren que la contabilidad creativa se presenta poco o nada en empresas con mejores comités de auditoría.

Ed. CESA. V rev.

3. Composición de las Juntas Directivas

Como se mencionó previamente, Fama (1980) se encuentra entre los primeros autores en señalar la importancia de cuestionar la conformación de la junta directiva. El autor afirma que, dado que el grupo de individuos designado para supervisar las acciones del gerente es la junta directiva, es necesario reflexionar sobre su composición para que pueda llevar a cabo su labor de manera acertada. A partir de este cuestionamiento, el autor realiza una reflexión sobre sus posibles miembros. Para Fama (1980), cuando la propiedad es dispersa y las fuentes de financiación con deuda provienen de múltiples contrapartes, quienes poseen deuda y capital tienen muy baja participación en la empresa. Además, si su riqueza está diversificada en inversiones en múltiples empresas, estarán muy poco interesados en lo que suceda en una sola empresa en particular. Por lo tanto, una junta directiva conformada por accionistas y acreedores en este escenario es poco eficiente.

Adicionalmente, Fama (1980) sugiere que, como los gerentes internos compiten unos con otros y desean ascender en su ejercicio profesional, se convierten en candidatos para conformar la junta directiva. Sin embargo, si el grupo alcanza colectivamente el control de la junta, puede decidir que

Ed. CESA. V rev.

la colusión y la expropiación de la riqueza de los acreedores y accionistas es una mejor alternativa que competir entre ellos. Es aquí donde los miembros de la junta o los directores externos cobran relevancia, para supervisar a los directores internos y estimular la competencia entre ellos.

Lo anterior no significa que una junta directiva deba estar conformada exclusivamente por gerentes (internos) y directores externos e independientes. Fama asegura que para que el segundo grupo realmente ejerza control sobre el primero, es necesario un mercado de directores externos que valore su trabajo a través de la remuneración que se les ofrece. Además, otros actores clave para la empresa, como proveedores o sindicatos de trabajadores, deberían hacer presencia en la junta y ejercer una supervisión adecuada sobre la alta gerencia.

En un trabajo posterior, Fama y Jensen (1983) discuten aspectos adicionales sobre la conformación de las juntas directivas y afirman que los gerentes (internos) son apropiados para conformar la junta en la medida en que permiten aprovechar los flujos de información internos. Sin embargo, resaltan que para protegerlos de represalias por parte de otros gerentes y proteger el flujo de información, es importante que solo puedan ser despedidos por consenso de la junta directiva. Además, para evitar el riesgo de colusión por parte de los gerentes, es necesario que los directores externos superen en número a los internos y diriman con respecto a la compensación gerencial o al nombramiento de nuevos gerentes como reemplazo de aquellos de mal desempeño en la empresa. Desde entonces, la discusión de la relevancia de los directores externos en las juntas directivas y el efecto que tienen los mismos sobre el valor de la empresa ha estado presente en los debates académicos y en las agendas de investigación.

Ed. CESA. V rev.

3.1. Directores Externos

Previamente se discutió la Ley Sarbanes-Oxley (SOX) promulgada en el año 2002 en Estados Unidos, la cual tuvo repercusiones directas sobre las juntas directivas al requerir un mayor nivel de independencia. De acuerdo con Linck, Netter y Yang (2009), la Ley SOX ha tenido una fuerte influencia en la composición de las juntas directivas en Estados Unidos. Según estos autores, la ley llevó a un incremento en la demanda de directores, debido a las exigencias con respecto a la composición de la junta y la carga de trabajo asignada a la misma en el nuevo marco legal. Además, llevó a una reducción en la oferta de directores debido al aumento en la carga de trabajo y los riesgos asociados al director. Los cambios en la demanda y la oferta de los directores obligan a modificar el pago que estos deben recibir. De hecho, en análisis de los autores demuestra que el pago asignado a los miembros de junta directiva creció de manera dramática en Estados Unidos en los últimos años.

Para Linck et al. (2009), el pago promedio por director creció más de 38.000 dólares entre 2001 y 2004, lo que implica un incremento superior al 50%. El aumento en el pago por director junto con la ampliación del número de miembros de las juntas directivas, para cumplir con los nuevos requerimientos de independencia, llevó a un incremento representativo en los costos que las empresas deben asumir al respecto. El efecto fue asumido especialmente por las empresas pequeñas al comparar la relación del pago a los directores con el nivel de ventas de las empresas.

En relación con la carga de trabajo de las juntas directivas, Linck et al. (2009) ofrecen evidencia que sugiere un incremento en las actividades de

Ed. CESA. V rev.

las juntas directivas y sus comités luego de la promulgación de la Ley SOX. En promedio, los comités de auditoría tienen el doble de reuniones y algunas firmas reconocieron pagos adicionales a los pactados luego de la aprobación de la ley. Los autores señalan además que las juntas directivas son más grandes e independientes después de la promulgación de la ley, lo que implica que las empresas prefieren adquirir miembros externos antes que remover internos, para cumplir con los requerimientos legales relacionados con el nivel de independencia de la junta. Además, una mayor proporción de firmas decidió separar las funciones del gerente y del presidente de las juntas directivas, especialmente en las pequeñas.

Según Linck et al. (2009), la composición de la junta igualmente cambió de manera dramática luego de la Ley SOX. Los ejecutivos o directores internos redujeron su participación en la junta, mientras que se incrementó la participación de académicos, abogados, directores con experiencia financiera y ejecutivos retirados. La rotación de los puestos de junta igualmente incrementó, especialmente en los comités de auditoría y las empresas redujeron su inclinación a nombrar en sus juntas a empleados o directores aparentemente externos pero con conflictos de intereses.

Es importante resaltar que los autores no pretenden establecer los costos o beneficios que trajo la Ley SOX, sino realizar una caracterización de los cambios en las juntas que, según ellos, no solo obedece a la promulgación de esta ley sino a una tendencia global que el gobierno estadounidense aceleró al modificar su marco regulatorio. Para ellos, los cambios implican una mayor independencia de las juntas directivas, un mayor número de directores, los cuales trabajan más duro y reciben un mejor pago.

Ed. CESA. V rev.

Los beneficios sobre el valor de las empresas son abordados por otros autores. Uno de estos trabajos, acerca del impacto de un mayor número de directores externos sobre el valor de las empresas es el de Black y Kim (2012). Los autores analizan un cambio en la regulación de Corea en 1999 como consecuencia de la crisis financiera del este asiático durante 1997 y 1998, a través del cual se adoptaron medidas de gobierno corporativo que hicieron mandatorio para las firmas de gran tamaño (más de dos billones de dólares en activos) contar por lo menos con el 50% de directores externos, junto con un comité de auditoría presidido por un director externo y conformado por dos tercios de directores externos y un comité de nominación de miembros de la junta directiva conformado exclusivamente por externos. Este cambio en la regulación permite realizar comparaciones entre las empresas que se vieron obligadas a adoptar esta política y las que no tuvieron que hacerlo. Aquellas firmas de menor tamaño deben tener solamente un mínimo de 25% de directores externos en sus juntas directivas.

Una forma sencilla de evaluar el impacto que tiene un 'choque' o evento externo sobre el valor de las empresas, como el cambio en la regulación en este caso, es a través de la metodología de estudio de eventos. En otras palabras y según los autores, si las reglas de gobierno establecidas para las empresas grandes afectan el valor de mercado, los inversionistas anticipan este efecto cuando se anuncia el cambio en la legislación, y dado que es posible determinar las fechas de los anuncios, un estudio de eventos puede ayudar a identificar el impacto causal de las reformas en el valor de mercado de las empresas.

Los estudios de eventos se basan en la teoría de los mercados eficientes de Fama (1970), quien afirma que los precios de las acciones en el mercado

Ed. CESA. V rev.

no solo tienen en cuenta la información histórica del desempeño financiero de la empresa sino que se ajustan a otro tipo de información pública que afecta las expectativas de los inversionistas frente al desempeño presente y futuro de la empresa. Por lo tanto, lo que evalúan Black y Kim (2012) es si el cambio en la regulación de la composición de las juntas para empresas grandes en Corea luego de la crisis de 1997 y 1998 generó un cambio anormal en los precios de las acciones de este grupo de empresas.

Los autores encuentran que los precios de las acciones de las empresas de mayor tamaño se incrementaron en promedio un 15% más en comparación con los precios de las empresas medianas durante las fechas en las que se realizaron los anuncios sobre los cambios en la regulación. Además, a través de metodologías alternativas, muestran que una empresa con el 50% de directores externos alcanza un incremento en el valor de mercado del 8% y que contar con más del 50% de miembros externos de la junta genera un incremento adicional del 6%. La combinación de los resultados muestra el ajuste de los precios por el cambio en las expectativas de los accionistas y el incremento en el valor de mercado de las empresas a medida que se incrementa la participación de los miembros externos en las juntas directivas.

Los directores externos garantizan la supervisión de la alta gerencia por parte de la junta y fungen como árbitros en decisiones cruciales como la selección, compensación, evaluación y despido de quienes conforman la alta dirección. Sin embargo, ¿qué sucede cuando el gerente de la empresa participa en la selección de los directores? Shivdasani y Yermack (1999) resaltan la crítica constante que se hace a este proceso, ya que en la práctica, los directores no son seleccionados por los accionistas sino por los gerentes que se supone deben supervisar.

Ed. CESA. V rev.

Para evaluar los efectos económicos de este tipo de anomalía en el sistema de gobierno corporativo, Shivdasani y Yermack (1999) analizan los efectos del involucramiento del gerente en la elección de los miembros de la junta directiva. Los autores determinan la existencia de este involucramiento cuando la empresa tiene un comité que selecciona a los nuevos miembros de junta y el gerente hace parte de el, o cuando el comité no existe y la tarea de selección es encomendada a la junta en pleno, con el gerente de la empresa incluido.

Shivdasani y Yermack (1999) utilizan las empresas de la lista Fortune 500 para el año 1995, y analizan el nombramiento de directores entre 1994 y 1996, para una muestra de 1.012 nombramientos en 341 empresas. Estos directores son clasificados en tres categorías reconocidas en la literatura: directores internos (246 nombramientos), los cuales trabajan en la empresa; directores externos grises (107 nombramientos), que incluyen pensionados que trabajaron en la empresa, familiares del gerente, y personas con claros conflictos de intereses, como proveedores o gerentes de otras empresas en las cuales el gerente hace parte de la junta directiva; y externos independientes (659 nombramientos), representados por los demás nombramientos de directores que no son empleados de la empresa.

Shivdasani y Yermack (1999) encuentran que la influencia del gerente en la selección de los miembros de junta conlleva a que la empresa nombre menos directores externos independientes y más directores externos grises, lo que implica una selección con menor probabilidad de realizar una supervisión rigurosa a la alta dirección. Además, las reacciones de los precios de las acciones en el mercado ofrecen resultados adicionales. Cuando una empresa nombra un director externo con la influencia del gerente, los precios de las acciones reaccionan de manera negativa. Por lo tanto, los resultados

Ed. CESA. V rev.

sugieren que el involucramiento del gerente en la selección de los miembros de la junta directiva, reduce la presión que proviene de la supervisión de la junta y que el mercado castiga a las empresas con esta anomalía dentro de su estructura de gobierno.

Los directores grises han llamado la atención de los investigadores debido a que la falta de identificación de los mismos puede hacer que una junta parezca más independiente de lo que realmente es. Por ejemplo, Hwang y Kim (2009) señalan que, bajo un enfoque tradicional, un director es considerado independiente si no cuenta con vínculos familiares o financieros con la empresa. Sin embargo, los autores resaltan que los vínculos sociales son una fuente potencial e importante de dependencia de los directores en relación con el gerente. Hwang y Kim (2009) deciden evaluar si las juntas directivas son tradicional y socialmente independientes y los efectos que tiene este cambio en la definición de independencia en evaluaciones tradicionales sobre el gobierno corporativo de las empresas.

Los investigadores consideran que el director es socialmente dependiente del gerente si comparten al menos dos de los siguientes criterios: (1) haber prestado servicio militar, (2) haberse graduado de la misma universidad y tener una diferencia de edad de máximo tres años, (3) haber nacido en la misma región de Estados Unidos o en el mismo país si no son estadounidenses, (4) tener la misma disciplina académica, (5) tener el empleo principal en la misma industria o (6) compartir una conexión social codependiente con otro director, es decir, con el cual cada uno es socialmente dependiente.

Para realizar su investigación, Hwang y Kim (2009) articulan manualmente una base de datos con las 100 empresas de la lista *Fortune* para el periodo comprendido entre 1996 y 2005. Los hallazgos preliminares de

Ed. CESA. V rev.

los autores señalan que, bajo una medida convencional de independencia, el 87% de las juntas de la muestra se clasifican como independientes. Sin embargo, teniendo en cuenta la independencia convencional y la social, el porcentaje cae al 62%. Además, la incidencia de directores vinculados socialmente, aumenta cuando el gerente permanece más tiempo en el cargo, lo que sugiere que los gerentes seleccionan o proponen nuevos directores según sus vínculos sociales.

Para evaluar si la independencia social es importante desde el punto de vista económico, Hwang y Kim (2009) analizan la compensación que se otorga al gerente por los diferentes tipos de juntas. Al comparar la compensación que reciben los gerentes de empresas que tienen juntas convencionalmente independientes, con la que reciben los gerentes de empresas mayoritariamente dependientes, los autores no encuentran diferencias significativas. Sin embargo, en las empresas en que las juntas son convencional y socialmente independientes los gerentes reciben en promedio 3.3 millones de dólares menos al año. Esta magnitud es representativa si se tiene en cuenta que el salario promedio de los gerentes de las empresas estudiadas es de 12.8 millones de dólares. Además, en las juntas convencionalmente independientes pero socialmente dependientes, los gerentes obtienen una compensación significativamente mayor.

Un aspecto adicional que analizan Hwang y Kim (2009) es la rotación del gerente frente a cambios presentados en el desempeño financiero de la empresa. Esta relación ha sido ampliamente estudiada en la literatura encontrando una relación negativa y estadísticamente significativa, que se puede interpretar de la siguiente manera: cuando el desempeño financiero de la empresa mejora, la probabilidad de cambiar al gerente se reduce y

Ed. CESA. V rev.

viceversa. Las investigaciones afirman que entre más fuerte es la relación, las empresas cuentan con un mejor gobierno corporativo, pues ante un desempeño financiero pobre, la junta tiende a reemplazar al gerente.

Hwang y Kim (2009) encuentran que en las empresas en las que las juntas son convencional y socialmente independientes, la rotación del gerente es más sensible al desempeño. Es decir, ante malos desempeños, las juntas independientes bajo las dos dimensiones de análisis, son menos tolerantes con los gerentes que supervisan. Además, los gerentes que cuentan con comités de auditoría independientes únicamente desde un punto de vista convencional, reciben una mayor remuneración por bonos relacionados con el desempeño. Para los autores, esto sugiere que los comités de auditoría que solo son independientes desde el punto de vista convencional, no realizan una supervisión rigurosa de los estados financieros y otorgan con mayor facilidad incentivos económicos.

En general, los resultados de estos autores señalan dos aspectos fundamentales para el gobierno corporativo: primero, los vínculos sociales hacen que las juntas directivas que parecen independientes no lo sean; y segundo, lo anterior afecta la capacidad de supervisión y la disciplina que ejerce la junta directiva sobre el gerente, lo que genera menor exigencia y mayor compensación. Por lo tanto, la diferenciación entre directores grises e independientes es necesaria para el buen gobierno de las empresas.

Otro artículo que resalta el efecto positivo de los directores externos sobre el valor de la firma es el de Dahya, McConnell y Travlos (2002), quienes analizan el caso del Reino Unido en 1992, cuando el Comité Cadbury emitió el Código de Mejores Prácticas que recomendaba incluir por lo menos tres directores externos en las juntas directivas de las

Ed. CESA. V rev.

corporaciones y evitar que la posición de presidente de la junta o *chairman* fuese ocupada por el gerente de la empresa. De acuerdo con los autores, el Comité Cadbury fue nombrado por el gobierno conservador del Reino Unido en 1991, para ocuparse de aspectos financieros relacionados con el gobierno corporativo. El comité fue presidido por Adrian Cadbury, gerente del emporio de dulces Cadbury y conformado junto con él por otros altos ejecutivos en diferentes industrias, especialistas financieros y académicos. Las recomendaciones presentadas por el Comité sugieren que una mayor independencia de la junta directiva mejora la supervisión que ejerce sobre el gerente. Aunque el código es de adopción voluntaria desde 1993, la Bolsa de Valores de Londres solicita a las empresas reportar si cumplen con las sugerencias del código y explicar por qué en caso de que el reporte sea negativo. Este principio, conocido como 'cumpla o explique' ha sido adoptado en diferentes países alrededor del mundo, entre ellos Colombia.

Según explican Dahya y sus colaboradores (2002), el comité se establece en respuesta a los colapsos de importantes empresas en el Reino Unido a finales de los ochenta y principios de los noventa, que la prensa atribuyó a sistemas de gobierno corporativo débiles, una supervisión laxa de la junta directiva y un exceso de control en las manos de un solo ejecutivo. Además, las recomendaciones cobran sentido al analizar la composición de las juntas en el Reino Unido hasta antes de la conformación del Comité Cadbury. Las juntas directivas estaban conformadas en su mayoría por internos (únicamente 21 empresas de las 500 más importantes contaban con juntas directivas encabezadas por externos y el porcentaje promedio de participación de externos en las juntas no superaba el 30%).

Ed. CESA. V rev.

Dahya et al. (2002) analizan la rotación del gerente frente a cambios en el desempeño financiero de la empresa, en una muestra de 460 empresas para el periodo comprendido entre 1989 y 1996. Los autores encuentran una relación negativa y significativa entre el desempeño financiero de las empresas y la rotación de la alta gerencia, tanto antes como después de las recomendaciones del Comité Cadbury. Sin embargo, diferentes hallazgos señalan la influencia del Código de Mejores Prácticas en el gobierno corporativo de las empresas. La rotación de los gerentes en las empresas de la muestra es mayor luego de la emisión del código, la relación negativa entre el desempeño de la empresa y la rotación de los gerentes se hizo más fuerte y el incremento en la sensibilidad de la rotación al desempeño se concentró en las empresas que adoptaron las medidas sugeridas por el código.

Chhaochharia y Grinstein (2009) analizan otro de los efectos que se pueden presentar ante un incremento en la independencia de la junta. Los autores parten de los cambios en la regulación debido a la promulgación de la ley SOX en Estados Unidos para analizar la importancia de las juntas en el diseño de los paquetes de compensación gerencial. Para desarrollar este análisis, los autores clasifican las empresas en dos grupos. El primer grupo está conformado por las empresas que ya cumplían con tres exigencias establecidas por la ley: una participación mayoritaria de miembros independientes en la junta directiva, un comité de nominación independiente y un comité de compensación independiente. El segundo grupo está conformado por las empresas que se vieron obligadas a realizar cambios en sus juntas directivas y los comités que las apoyan, para lograr ajustarse a los requerimientos de la nueva ley.

Ed. CESA. V rev.

Los resultados de Chhaochharia y Grinstein (2009) sugieren cambios drásticos y representativos en la compensación del gerente de las empresas que no cumplían voluntariamente con los cambios requeridos por la ley, en comparación con las empresas que sí lo hacían. El ajuste a la compensación de los gerentes fue aproximadamente del 17%. Esto se explica especialmente por el mayor número de miembros independientes en las juntas directivas y se debe a reducciones en los beneficios que obtienen los gerentes por bonos de desempeño y opciones sobre acciones.

Los autores además tienen en cuenta la existencia de mecanismos de gobierno corporativo que pudiesen funcionar como sustitutos en las empresas que no habían adoptado voluntariamente independencia en sus juntas y comités antes de la promulgación de la ley. Específicamente Chhaochharia y Grinstein (2009) analizan empresas con accionistas controlantes externos y con una participación importante de inversionistas institucionales. En estas empresas, los cambios en la ley tuvieron efectos menos drásticos, lo que sugiere dos cosas: primero, que la presencia de inversionistas institucionales y accionistas controlantes externos implica una supervisión sobre el gerente y la compensación que se le asigna y, segundo, que cuando estos mecanismos no están presentes, la junta directiva es el principal órgano de gobierno corporativo encargado de esta labor, por lo que su independencia es indispensable para llevarla a cabo eficientemente. Los hallazgos discutidos están soportados en una muestra de 865 empresas analizadas para el periodo comprendido entre 2000 y 2005.

En general, los hallazgos que presentan estos autores sugieren que las juntas con mayor nivel de independencia son más austeras al fijar la compensación del gerente, por diversas razones. Por ejemplo, los cambios

Ed. CESA. V rev.

promulgados por la ley SOX afectaron la composición de la junta y la influencia del gerente en la postulación de nuevos miembros de junta. Si el gerente pierde poder en el proceso de nominación, la junta tiene menos vínculos familiares y sociales con la alta gerencia y puede tomar decisiones menos sesgadas, basadas en las reglas de mercado. Además, los cambios en la compensación no tienen relación con los gerentes en las empresas de la muestra, lo que respalda aún más el hecho de que las juntas directivas independientes sean rigurosas con los gerentes.

Otro trabajo valioso sobre la independencia de las juntas es presentado por Dahya, Dimitrov y McConnell (2008), quienes analizan el efecto de la proporción de miembros independientes en la junta de firmas con propiedad concentrada y accionistas controlantes, sobre el valor de la empresa. Según los autores, la pregunta crucial es si una junta directiva fuerte puede contrarrestar el descuento que realiza el mercado sobre empresas con accionistas controlantes en países con una débil protección legal a los inversionistas. Dahya y sus colaboradores (2008) hacen referencia a diferentes investigaciones que han demostrado la existencia de este descuento, atribuido a la habilidad del accionista dominante de desviar recursos corporativos para su uso personal, expropiando la riqueza de los accionistas minoritarios.

De manera más específica, los autores desean corroborar si los accionistas controlantes pueden incrementar el valor de la empresa al nombrar más miembros independientes en la junta y demostrar a los accionistas minoritarios su compromiso de no desviar los recursos de la empresa. Además, desean saber si el efecto de la composición de la junta sobre el valor de la empresa, si es que existe, es diferente en países con otros grados de protección legal a los minoritarios.

Ed. CESA. V rev.

El argumento detrás del análisis es este: los accionistas dominantes tienen los incentivos o la habilidad para desviar fondos de la empresa para su uso personal, lo cual genera una reducción en el valor de mercado de la firma. Sin embargo, bajo ciertas circunstancias, los accionistas controlantes pueden estar dispuestos a reducir la desviación de fondos a cambio de un incremento en el valor de mercado de la empresa. Esto puede suceder, por ejemplo, si el accionista dominante desea vender parte de su capital invertido en la firma, o si desea conseguir capital adicional para financiar el crecimiento de la empresa. El problema está en convencer a los accionistas minoritarios de sus buenas intenciones.

Dahya y sus colaboradores (2008) investigan si lo anterior se puede lograr al incrementar la participación de directores independientes en la junta. Para esto, analizan una muestra de 799 empresas ubicadas en 22 países diferentes. Los resultados pueden sintetizarse en tres hallazgos fundamentales: primero, el valor de las empresas está positivamente relacionado con medidas de protección legal que se ofrecen a nivel nacional; segundo, el valor de las empresas está positivamente correlacionado con la proporción de directores independientes en las juntas directivas; y tercero, la relación entre el valor de las empresas y la independencia de las juntas directivas es más fuerte en países con una débil protección legal a los inversionistas.

Para concluir su análisis, Dahya et al. (2008) buscan evidencia que sugiera que los directores independientes limitan la extracción de riqueza que realizan los accionistas dominantes. Debido a que las transacciones con partes relacionadas se prestan para realizar transacciones a precios diferentes a los de mercado, que favorecen a los controlantes y afectan la riqueza de los minoritarios, los autores centran su atención en este tipo de

Ed. CESA. V rev.

transacciones. Las transacciones con partes vinculadas, tienen una correlación negativa con la proporción de miembros independientes en las juntas directivas. Este hallazgo sugiere que los directores independientes afectan de manera positiva el valor de las empresas de propiedad concentrada, especialmente en mercados emergentes, al controlar las acciones oportunistas de los accionistas dominantes.

Nguyen y Nielsen (2010) desarrollan un trabajo interesante a través del cual cuantifican el valor que el mercado les asigna a los directores independientes. De acuerdo con ellos, existe una creencia generalizada de que los directores independientes tienen un efecto positivo sobre el valor de la empresa y la riqueza de los accionistas. Además, las sugerencias de los organismos multilaterales y los cambios en la regulación que favorecen un mayor nivel de independencia en las juntas, respaldan esta idea. Sin embargo, existe muy poca evidencia directa sobre el valor de los directores independientes. Por lo tanto, los autores deciden investigar la contribución de los directores independientes al valor de las empresas mediante un análisis de la reacción de los precios de las acciones ante las muertes súbitas de directores independientes en Estados Unidos, entre 1994 y 2007.

Según Nguyen y Nielsen (2010), la academia y el mundo de los negocios suponen que los directores independientes son mejores supervisando la alta gerencia, debido a que están menos sujetos a problemas de agencia. La falta de relacionamiento con la alta gerencia y otros miembros de la empresa, les permite desempeñar sus funciones de manera imparcial y buscar el beneficio de los accionistas. Además, de acuerdo con Fama y Jensen (1983), los directores independientes están preocupados por su reputación y por la posibilidad de ejercer funciones directivas en otras empresas en el futuro.

Ed. CESA. V rev.

Nguyen y Nielsen (2010) utilizan las muertes súbitas de directores independientes como un experimento natural para analizar la contribución que estos realizan al valor de la empresa. La hipótesis es que el precio de las acciones caerá debido a la muerte de un director que supervise o asesore de manera efectiva a la alta gerencia de la empresa. Para realizar el análisis econométrico, los autores ensamblan una muestra de 229 muertes súbitas de directores que ocupaban 279 puestos de juntas directivas en Estados Unidos, entre 1994 y 2007. De este grupo, identifican 108 directores independientes y encuentran que la muerte súbita de un director independiente genera una caída de 0.85% en el valor de las acciones.

Este efecto no solo es significativo desde el punto de vista estadístico, sino en términos económicos, pues según la capitalización de las empresas estadounidenses, implica una reducción promedio en el valor de la empresa de 35 millones de dólares, por la pérdida súbita de un director independiente. Además, la caída en el valor del precio de las acciones es aún más significativa si el director independiente que muere súbitamente fue nombrado por otro gerente; es decir, si el grado de independencia es mayor. Los resultados de este artículo son importantes y únicos dado que otorgan un valor directo de los directores independientes sobre el valor de las empresas.

No obstante, la gran cantidad de evidencia con respecto a las bondades de la independencia de las juntas, la literatura no ofrece un consenso en relación con el efecto positivo de los directores externos en estos órganos de gobierno. Por ejemplo, Kumar y Sivaramakrishnan (2008) presentan un modelo teórico que cuestiona las bondades de una junta directiva conformada por miembros independientes. Para ellos, los directores que no son independientes pueden verse inclinados a diseñar paquetes de compensación

Ed. CESA. V rev.

gerencial que no necesariamente favorecen a los accionistas, pero sí al gerente. Sin embargo, si estos directores cuentan con participación de capital en la empresa u otro tipo de intereses económicos, tienen los incentivos necesarios para realizar una mejor tarea de supervisión. Lo contrario sucede con directores externos e independientes, los cuales carecen de relaciones comerciales con la empresa y no tienen intereses económicos en la misma.

De igual manera, Harris y Raviv (2008) cuestionan la creencia generalizada sobre las bondades de las juntas conformadas en su mayoría por miembros externos e independientes. Este modelo considera que los directores internos tienen información privada relevante para la toma de decisiones relacionada con las inversiones a realizar por la empresa. Sin embargo, los directores internos igualmente obtienen beneficios privados al escoger un determinado tipo de inversiones que no necesariamente maximiza el valor que perciben los accionistas de la empresa. Por otra parte, los directores externos siempre buscan tomar decisiones que favorezcan a los accionistas, pero deben asumir costos personales para mejorar la toma de decisiones de la empresa.

Debido a que la toma de decisiones que realiza la junta directiva se basa en la información disponible, la cual es provista por los miembros internos y externos, la interacción entre los dos grupos y el control de la junta por parte de alguno de ellos, inciden en la información disponible, las decisiones que se toman y, en consecuencia, en la riqueza de los accionistas. Cuando la junta directiva es dominada por miembros externos, los internos pueden decidir no revelar la información privada que sea crítica para la empresa, para defender los beneficios de decisiones que no pueden favorecer totalmente a los accionistas. Por lo tanto, cuando la información que poseen los miembros internos es muy importante, las juntas deberían

Ed. CESA. V rev.

ser controladas por estos y tener un bajo número de miembros externos. En algunas empresas, como las de sectores industriales caracterizados por un uso intensivo de alta tecnología, los directores internos resultan más valiosos que los externos.

Aun teniendo en cuenta la falta de consenso sobre este tema, diversos trabajos empíricos y teóricos favorecen la incorporación de miembros externos independientes a las juntas directivas, esperando un incremento en el valor de la empresa debido a una mejor asesoría y supervisión y una reducción en los costos de agencia relacionados con el comportamiento oportunista o negligente de la alta gerencia. Incluso si este efecto positivo existe y se puede capturar por las empresas gracias a la presencia de miembros externos en la junta, es necesario tener en cuenta la disponibilidad de tiempo que estos tienen para realizar sus tareas de supervisión y acompañamiento de manera efectiva.

3.2. Mujeres en las Juntas Directivas

Adams y Ferreira (2009) realizan un trabajo sobre la presencia de las mujeres en las juntas directivas y su impacto en el gobierno y el desempeño de las empresas. El artículo expone estadísticas sobre la baja participación de las mujeres en las juntas directivas alrededor del mundo. Con un promedio mundial inferior al 10%, la participación de las mujeres en estos órganos de gobierno se estima en 8,7% en Australia, 10,6% en Canadá, 0,4% en Japón y 8% en Europa. Sin embargo, esta situación puede cambiar en los próximos años debido a la presión en el ámbito internacional por

Ed. CESA. V rev.

una mayor diversidad de género en las juntas de las empresas. Algunos países, como el Reino Unido, consideran relevante incorporar mujeres a los directorios; otros sugieren un mínimo de participación de mujeres en las juntas, como sucede en Suecia, donde se espera que un 25% de los asientos sean ocupados por directoras, o en Noruega, donde las compañías listadas en bolsa desde enero de 2008 deben contar con un 40% de participación de mujeres en la junta para evitar la disolución.

Estas sugerencias parten del supuesto de que una mayor presencia de las mujeres incrementa la eficiencia de la junta directiva. De acuerdo con Adams y Ferreira (2009), algunos informes señalan que en el Reino Unido, el 30% de los gerentes son mujeres, pero solo el 6% de los puestos de directores externos son ocupados por ellas. Por lo tanto, incorporar una mayor proporción de mujeres puede elevar el nivel de preparación y experiencia de la junta. Además, existe la creencia generalizada de que las mujeres pueden actuar de manera más independiente que los hombres, ya que no pertenecen al grupo tradicional de directores y gerentes, lo que implica un menor nivel de vínculos sociales.

Adams y Ferreira (2009) toman una muestra de 1.939 empresas para el periodo 1998-2003, con 8.253 observaciones empresa-años y 86.716 observaciones director-empresas-años. En esta muestra, para el año 2003 el 65% de las empresas tiene al menos una mujer en la junta, pero solo el 25% tiene más de una. Con esta muestra los autores pretenden dar respuesta a diversos interrogantes. Por ejemplo, ¿los indicadores de la junta, como la asistencia y la asignación a los comités de apoyo, varían con la diversidad de género? ¿La diversidad de género afecta medidas de gobierno corporativo? ¿La diversidad de género afecta medidas de desempeño corporativo?

Ed. CESA. V rev.

Los resultados de Adams y Ferreira (2009) muestran que las mujeres tienen mejores niveles de asistencia a las reuniones en comparación con los hombres. Además, la asistencia de los directores hombres incrementa en la medida en que se hace mayor la participación de las mujeres en la junta. Por otra parte, las directoras mujeres tienden más a involucrarse en comités de supervisión, como los de auditoría, nominación y gobierno corporativo. Con respecto al gobierno corporativo de las empresas, las juntas con mayor diversidad de género son más exigentes con sus gerentes, lo que se evidencia en una mayor sensibilidad de la rotación del gerente en relación con el desempeño financiero de la empresa.

En lo relativo al desempeño financiero, los autores encuentran un resultado intrigante: una mayor diversidad de género en la junta afecta en promedio de manera negativa el desempeño de la empresa. Adams y Ferreira (2009) analizan esta relación separando las empresas con mejores índices de gobierno de aquellas con bajos índice de gobierno. Los resultados muestran que la diversidad de género en la junta tiene un impacto positivo sobre el desempeño de empresas con una baja protección a los derechos de los accionistas; es decir, empresas en donde se requiere un mayor nivel de supervisión por parte de la junta. Lo anterior sugiere que las mujeres en la junta son supervisoras estrictas y que definir una mínima cuota de participación femenina puede ser perjudicial para las empresas, pues no en todos los casos se hallan beneficios en una mayor diversidad de género en sus juntas. En empresas con buenos índices de gobierno, la diversidad de género muestra un impacto negativo sobre el valor de las empresas, lo que sugiere que una supervisión en exceso por parte de las mujeres en la junta puede ser perjudicial para las empresas.

Ed. CESA. V rev.

3.3. Directores Miembros de las Familias Fundadoras

La presencia de miembros de las familias fundadoras en el directorio de las empresas es común, especialmente cuando las familias que crearon las empresas conservan parte de la riqueza familiar invertida en las mismas, más aún si la participación directa o indirecta en la propiedad de la empresa las convierte en accionistas controlantes o mayoritarios. Li y Srinivasan (2011) analizan los efectos sobre el gobierno corporativo de las empresas cuando el fundador de las mismas hace parte de la junta directiva. El análisis incluye los efectos de este involucramiento familiar en la junta sobre tres decisiones corporativas: la compensación y la rotación del gerente y las decisiones relacionadas con fusiones y adquisiciones. La presencia de los fundadores en las empresas es frecuente. Por ejemplo, el 25% de las empresas grandes en Estados Unidos cuentan con fundadores involucrados activamente como gerentes (13%) o miembros de la junta (12%). Para realizar el análisis empírico, los autores toman empresas en las que los fundadores ejercen como directores en las juntas y los gerentes son sucesores del fundador que no pertenecen a la familia fundadora.

Este estudio tiene en cuenta las contribuciones de otros autores en la literatura de empresas de familia y gobierno corporativo, que demuestran que los fundadores agregan valor a las empresas debido a su conocimiento especializado, la propiedad concentrada en sus manos y sus deseo de mantenerla en el largo plazo, y beneficios o vínculos no monetarios con las empresas, como beneficios de reputación o vínculos emocionales. Para Li y Srinivasan (2011), estos vínculos financieros y no financieros, crean los incentivos necesarios para que los fundadores se desempeñen como supervisores y asesores efectivos al ocupar puestos en las juntas directivas.

Ed. CESA. V rev.

Además, el conocimiento profundo de las empresas que han creado reduce las asimetrías de información que pueden presentarse entre gerentes y directores, lo que hace posible una mejor supervisión. Teniendo en cuenta que Villalonga y Amit (2006) encuentran que los fundadores son igual de valiosos para las empresas como fundadores o como presidentes de junta directiva, Li y Srinivasan (2011) evalúan el impacto de los fundadores como directores sobre las decisiones previamente mencionadas.

A partir de una muestra de más de 1.200 empresas estadounidenses entre 1996 y 2004, Li y Srinivasan (2011) encuentran que las empresas en las que el fundador es miembro de la junta directiva se comportan de manera diferente en comparación con las empresas que no presentan este involucramiento familiar. Específicamente, la relación negativa entre la rotación del gerente y el desempeño financiero de la empresa es más exigente cuando el fundador es miembro de la junta directiva. En otras palabras, las juntas en las que participa el fundador son menos permisivas o tolerantes con los gerentes cuando las empresas presentan un mal desempeño financiero. Por otra parte, cuando el fundador de la empresa ejerce funciones de director, los gerentes obtienen asignaciones salariales más bajas, en comparación con colegas que ejercen funciones de gerente en empresas sin este involucramiento familiar.

Además de los resultados previos relacionados con la compensación y la supervisión del gerente, Li y Srinivasan (2011) encuentran que las empresas cuyos fundadores hacen parte de las juntas, toman mejores decisiones. Al menos eso indica las reacciones del mercado, pues ante decisiones de fusiones o adquisiciones, los precios reaccionan mejor cuando estas operaciones son ejecutadas por empresas en las que el fundador participa en

Ed. CESA. V rev.

dichas decisiones. Finalmente, el comportamiento de los demás directores también es diferente. En las juntas en las que se encuentra el fundador, los demás directores presentan mejores niveles de asistencia, lo que puede deberse según los autores a que las juntas funcionan mejor con la presencia del fundador, o a que este último es capaz de seleccionar directores más diligentes para su empresa.

Anderson y Reeb (2004) de igual manera analizan los efectos del involucramiento de los miembros de la familia fundadora en las juntas directivas. Estos autores resaltan estudios que han demostrado cómo las familias, al ser accionistas controlantes, expropian la riqueza de los accionistas minoritarios cuando no existen mecanismos de supervisión y control efectivos. Lo anterior se puede llevar a cabo a través del pago de dividendos extraordinarios, esquemas de compensación excesivos, o transacciones con partes relacionadas. Además, la propiedad familiar es común en las empresas estadounidenses, lo cual puede deberse a la mitigación de los problemas de agencia de la gerencia. Es decir, la propiedad concentrada en la familia fundadora genera los incentivos necesarios para que una supervisión rigurosa a las acciones del gerente, y reduce la probabilidad de un comportamiento oportunista por parte del cuerpo ejecutivo, que afecte la riqueza de los propietarios.

En este contexto, los autores buscan mecanismos para evitar o prevenir la potencial expropiación de la riqueza de los demás accionistas por parte de las familias en control de las empresas. Específicamente, analizan el papel de las juntas directivas en la reducción de conflictos entre los diferentes grupos de accionistas. El análisis supone que los intereses de las familias detrás de las empresas no siempre están alineados con los de los accionistas externos y minoritarios.

Ed. CESA. V rev.

Desde el punto de vista teórico, Anderson y Reeb (2004) aseguran que tanto la teoría de agencia como la *stewardship theory* proveen argumentos a favor de una presencia moderada por parte de las familias fundadoras en las juntas directivas. Desde la teoría de agencia, una presencia mayoritaria de las familias en las juntas podría conducir a un control excesivo y a mayores posibilidades de expropiación de la riqueza de los demás accionistas. Desde la *stewarship theory*, los miembros familiares están preocupados por el bienestar de la empresa como una extensión de sí mismos, y buscan viabilidad y salud financiera para esta. Las familias pueden nombrar directores externos en la junta para proveer experiencia y consejo objetivo.

Luego de analizar una muestra de empresas para el periodo comprendido entre 1992 y 1999, conformada por 403 firmas de la lista *Standard & Poor's 500*, Anderson y Reeb (2004) encuentran que las empresas más valiosas son aquellas en las que los directores externos equiparan la representación familiar en la junta directiva. Por el contrario, el desempeño financiero es inferior en empresas en las que la presencia de la familia en la junta directiva es mayoritaria. Un análisis más detallado muestra, de acuerdo con la teoría de agencia, que las familias buscan minimizar constantemente la participación de directores externos en sus juntas, mientras que los accionistas minoritarios y externos prefieren y apoyan la representación de sus intereses por parte de este tipo de directores. Estos resultados sugieren la importancia de los directores externos, pues estos mitigan los conflictos entre los diferentes grupos de accionistas, y los intereses minoritarios están mejor protegidos cuando los directores externos pueden contrabalancear el poder de la familia fundadora.

Sin embargo, este efecto negativo sobre el desempeño por una alta participación de miembros de las familias fundadoras en las juntas directivas,

Ed. CESA. V rev.

puede ser objeto de discusión. Klein, Shapiro y Young (2005) realizan un estudio sobre gobierno corporativo, propiedad familiar y valor empresarial, a partir de una muestra de empresas de Canadá, cuyo contexto institucional es similar al de Estados Unidos. Los autores encuentran que el gobierno corporativo es relevante para el valor de las empresas, ya que el diseño de esquemas de compensación efectivos para la alta gerencia, la revelación de información o *disclosure*, y la protección a los derechos de los accionistas, tienen un impacto positivo sobre el desempeño de las empresas, sin importar la estructura de propiedad[4]. Lo contrario sucede con la independencia y la composición de la junta directiva sobre el desempeño financiero, teniendo en cuenta la estructura de propiedad.

No existe evidencia de una relación positiva entre la independencia de la junta y el desempeño financiero de las empresas en el estudio citado. De hecho, para las empresas que son de propiedad familiar, se hace evidente una relación negativa y significativa. Según los autores, este hallazgo es relevante y respalda el reclamo que realizan diversas empresas de propiedad familiar cuando los reguladores exigen mayores niveles de independencia en las juntas directivas. Para algunas empresas familiares, una mayor independencia en las juntas no lleva automáticamente a un mejor desempeño financiero y puede incluso perjudicar a los accionistas minoritarios al afectar negativamente el valor de la empresa, contrario a lo esperado.

Los autores ofrecen explicaciones para este resultado. Debido a que los hallazgos contradicen las predicciones de la teoría de agencia, aseguran que las predicciones bajo este marco teórico no se ajustan del todo a la realidad

4 Trujillo y Guzmán (2015) presentan un estudio en el que se analiza las prácticas de revelación de las empresas en América Latina, y en el que igualmente se encuentra una relación positiva entre revelación de información y valor de las empresas.

Ed. CESA. V rev.

de la empresa familiar. Básicamente, la teoría de agencia se enfoca en la necesidad de supervisar gerentes con intereses que divergen de los propietarios. Estos conflictos pueden ser menos severos en la empresa familiar, donde el control y la propiedad pueden estar concentrados en la familia. Además, los directores externos tienen menos conocimiento de la empresa y una participación baja o nula en la propiedad de la misma, lo que puede afectar la eficiencia de la firma al distraer a los gerentes y enfocarlos en objetivos de corto plazo. Por lo tanto, los miembros familiares en la junta directiva pueden proporcionar un mejor servicio y asesoría a la alta gerencia.

Otro artículo que favorece la presencia de los miembros de la familia fundadora en las juntas directivas de las empresas, es presentado por Andres (2008). El texto parte de estudios previos que sugieren que las empresas familiares pueden desempeñarse mejor que las no familiares. Para contribuir a este debate y profundizar en el análisis del comportamiento de las familias como accionistas controlantes, el autor toma una muestra de 275 empresas alemanas listadas en bolsa y recoge información para el periodo comprendido entre 1998 y 2004. En esta muestra, las empresas familiares participan en un 37,5%, y las familias fundadoras poseen en promedio el 63% de los derechos a voto y el 48.7% de la propiedad o de los derechos a dividendos en sus empresas. La brecha se explica por mecanismos que incrementan el control y atentan contra el principio de un voto una acción, como la emisión de acciones sin derecho a voto.

Los resultados que encuentra Andres (2008) sugieren que las empresas que cuentan con familias como bloques controlantes tienen un desempeño financiero superior al de empresas con propiedad dispersa y con otros accionistas controlantes. Lo anterior sugiere que no solo es relevante tener

Ed. CESA. V rev.

un accionista mayoritario para mitigar los conflictos de intereses con los gerentes y supervisarlos mejor, sino que la identidad de este accionista controlante incide en el desempeño de las empresas. En la muestra de Andres (2008), solamente los bloques controlantes familiares tienen un impacto positivo en el desempeño de las empresas.

Sin embargo, los hallazgos relacionados con el involucramiento familiar en la junta directiva resultan aún más interesantes. Dado que en Alemania existe un sistema de junta directiva dual, la presencia de la familia en una de las dos juntas, sea la dedicada a la gerencia o la dedicada a la supervisión, es lo que finalmente determina un efecto positivo sobre el desempeño de la empresa. Andres (2008) interpreta este resultado de la siguiente manera: las familias son capaces de generar un efecto positivo únicamente si tienen una relación profunda con sus negocios y actúan como administradores de la firma. Si las familias son accionistas controlantes pasivos, sin participación en las juntas directivas, el desempeño de sus empresas no se diferencia de las de propiedad dispersa o de aquellas que cuentan con otro tipo de accionistas controlantes.

Barontini y Caprio (2006) presentan argumentos que complementan la posición que favorece la participación de las familias en las juntas directivas, esta vez a partir de una base de datos conformada por empresas de varios países europeos. Estos autores resaltan los sentimientos encontrados con respecto al control familiar en Europa. Por una parte, las grandes corporaciones europeas han prosperado por siglos bajo el control familiar, lo que respalda los argumentos que señalan a las familias fundadoras como inversionistas de largo plazo comprometidos con las empresas en las que invierten. Pero simultáneamente, las prioridades de las familias

Ed. CESA. V rev.

pueden ser diferentes a las de los accionistas externos, lo que afecta el crecimiento y el valor de estas empresas. La asignación de puestos gerenciales, altos salarios y dividendos a los familiares, pueden afectar la riqueza de los minoritarios.

Debido al choque de estas posiciones, Barontino y Caprio (2006) aseguran que las investigaciones empíricas o de campo son de vital importancia para los reguladores y los inversionistas, al tratar de determinar el efecto neto del involucramiento familiar sobre el desempeño de las empresas. Por ello, los investigadores utilizan una muestra de 675 empresas pertenecientes a once países europeos (Bélgica, Dinamarca, Finlandia, Francia, Alemania, Italia, España, Países Bajos, Noruega, Suiza y Suecia), y la analizan para el periodo comprendido entre 1999 y 2001.

Los autores encuentran que las empresas controladas por familias tienen un desempeño superior al de las empresas no familiares, siempre y cuando las familias se involucren en las juntas directivas. Este resultado se mantiene incluso cuando las familias utilizan mecanismos que amplían la brecha entre los derechos a voto y a dividendos. Por lo regular, esto ocasiona la destrucción del valor en las empresas y la expropiación de la riqueza de los minoritarios. Además, los descendientes del fundador que ocupan cargos gerenciales no agregan valor a la empresa. Estos hallazgos sugieren que los herederos deberían involucrarse en las empresas a través de la propiedad y el control que se ejerce desde las juntas, como órganos de gobierno que asesoran y disciplinan al gerente.

La diferencia entre los planteamientos de Andres (2006) y los de Barontini y Caprio (2006) está en que, para el primero tiene un efecto positivo sobre el desempeño de las empresas el involucramiento del fundador y sus

Ed. CESA. V rev.

herederos en la gerencia, mientras que para los segundos esto solo sucede cuando el fundador es el gerente. Sin embargo, lo pertinente en esta discusión es el consenso entre estos autores con respecto a las bondades del involucramiento de la familia fundadora en la junta directiva.

Para el caso colombiano, González, Guzmán, Pombo y Trujillo (2012, 2013, 2014 y 2015) han desarrollado una serie de estudios que permiten evaluar el impacto que tiene la relación de la familia con la empresa sobre el desempeño financiero, el nivel de endeudamiento, la política de dividendos y la rotación gerencial, esta última ante cambios en el desempeño. Los autores utilizan una muestra de 523 empresas, aproximadamente el 90% de ellas con afiliación a uno de los 28 grupos económicos más importantes del país, y el 85% de capital cerrado, es decir, no listadas en la bolsa de valores. La base de datos resume las características del entorno colombiano, en donde la mayoría de empresas no se encuentran listadas y la prevalencia de los grupos económicos es una constante.

Aunque los autores presentan conclusiones para cada tipo de involucramiento familiar, aquí es relevante discutir el impacto de los directores familiares sobre las variables estudiadas. Primero, la participación de la familia en la junta directiva tiene un impacto positivo sobre el desempeño financiero de la empresa (González et al. 2012), lo cual sugiere que los miembros de la familia en las juntas directivas actúan como asesores y supervisores efectivos, y que su presencia le agrega valor a la empresa. Desde una perspectiva de agencia, los directores familiares pueden estar más preocupados por el futuro de la empresa, al percibirla como un legado familiar, por lo tanto, pueden dedicar más esfuerzo a la asesoría que realizan a la alta gerencia y a la supervisión y seguimiento de las acciones del gerente.

Ed. CESA. V rev.

Segundo, la presencia de la familia en la junta directiva lleva a la empresa a disminuir su nivel de deuda (González et al. 2013). Esto es interpretado por los autores en el contexto de la teoría de agencia. En principio, la deuda actúa como un mecanismo que disciplina al gerente y evita que adopte un comportamiento oportunista o negligente, dado que mayores niveles de deuda generan presiones sobre el flujo de caja de la empresa, lo cual demanda mayor dedicación y efectividad por parte de la alta gerencia. Sin embargo, la participación de la familia en la junta directiva genera un efecto sustitución; es decir, entre más supervisión directa ejerza la familia a través de la junta directiva, menos necesaria se hace la deuda como mecanismo para prevenir el mal comportamiento de la alta gerencia. Una interpretación alternativa a este hallazgo está relacionada con la aversión al riesgo. Es posible que los directores miembros de las familias fundadoras o controlantes sean más adversos al riesgo, por lo que su presencia en la junta directiva afecta de manera negativa el nivel de endeudamiento y, por ende, la exposición al riesgo financiero.

Tercero, la presencia de la familia en la junta directiva incrementa la probabilidad del pago de dividendos, así como el monto de dividendos decretados (González et al. 2014). Nuevamente, los autores se apoyan en la teoría de agencia, la cual sugiere que los excedentes de caja que no se entregan a los accionistas a través de dividendos, pueden ser utilizados por los internos (ejecutivos y accionistas controlantes) para disfrutar de beneficios privados; es decir, que no favorecen a los externos de igual manera. González et al. (2014) argumentan que esto puede presentarse incluso en las empresas familiares. La tensión que se presenta entre accionistas controlantes o mayoritarios, y accionistas minoritarios, puede generar conflictos entre la familia y los accionistas externos, e incluso entre accionistas

Ed. CESA. V rev.

familiares controlantes y familiares minoritarios. Por lo tanto, la rivalidad entre primos, los conflictos entre diferentes generaciones y los problemas matrimoniales, entre otros, acompañados de una dinámica familiar inapropiada y bajos niveles de protección a los inversionistas, pueden exacerbar los conflictos de intereses al interior de la familia.

Los autores interpretan sus resultados con la afirmación de que accionistas minoritarios que buscan proteger sus propios intereses de un comportamiento oportunista por parte de la gerencia, los directores familiares o del lado de la familia representado por el gerente, presionarán por un mayor pago de dividendos, e incrementarán la probabilidad del monto decretado. Una explicación alternativa a estos hallazgos es que los directores familiares, que buscan proteger sus intereses y los de la porción de la familia no representada por la gerencia, presionarán el pago de dividendos a través de sus posiciones en la junta directiva.

Finalmente, la presencia de la familia en las juntas directivas puede reducir la probabilidad de rotación de los gerentes de las empresas (González et al. 2015). Algunos teóricos han argumentado y demostrado que las familias establecen relaciones de largo plazo con sus empleados y que, al ofrecer contratos laborales con seguros implícitos de permanencia en el puesto, las empresas familiares cuentan con empleados productivos, bien calificados y a un costo inferior al promedio del mercado. Esto se debe a que suavizan los ciclos de la economía y reducen el riesgo de desempleo. Sin embargo, lo anterior no implica que las familias sean permisivas con sus altos directivos. Los autores aseguran que el involucramiento familiar incrementa la sensibilidad de la rotación del gerente ante un mal desempeño financiero. Las familias no solo buscan la maximización de la riqueza

Ed. CESA. V rev.

sino la supervivencia de sus empresas, y los directores familiares pueden tener un conocimiento tácito y una experiencia específica que los puede hacer mejores supervisores.

Los resultados que encuentran estos autores soportan sus argumentos. Al utilizar la base de datos de empresas colombianas, González et al. (2015) encuentran que la probabilidad de rotación de los gerentes es menor cuando las familias hacen presencia en la junta directiva. Sin embargo, ante un mal desempeño financiero de la empresa, la probabilidad de remover al gerente es mayor que en las empresas que no cuentan con este tipo de involucramiento familiar. En síntesis, los autores encuentran que para el caso colombiano, la presencia de las familias en las juntas directivas favorece el desempeño financiero, reduce la exposición al riesgo financiero, incrementa la probabilidad y el monto de los dividendos pagados y obliga a la empresa a ser menos permisiva con el gerente ante un mal desempeño financiero. Esto en general demuestra un impacto positivo de los directores familiares en el contexto colombiano.

3.4. Directores con Conexiones Políticas

El correcto funcionamiento del sistema legal en teoría implica que las empresas no deben recibir tratos preferenciales debido a sus conexiones políticas. Los políticos o empleados públicos con poder suficiente para crear beneficios económicos para empresas particulares, deberían afrontar costos políticos y legales elevados en caso de favorecer empresas por razones privadas antes que por perseguir el bienestar general. Así lo señalan Goldman,

Ed. CESA. V rev.

Rocholl y So (2009), quienes analizan si las juntas directivas con conexiones políticas afectan el valor de las empresas.

Para estos autores, las juntas directivas políticamente conectadas pueden ser favorables para las empresas por razones inofensivas, como por ejemplo el conocimiento profundo de los procedimientos para licitar con el Estado, o de otros procesos relacionados con la interacción entre la empresa y el Estado; o por razones menos inofensivas, como el tráfico de influencias para favorecer a una empresa particular. Sin embargo, Goldman y sus colaboradores (2009) buscan establecer si es un fenómeno generalizado que las juntas directivas políticamente conectadas afecten el valor de las firmas, sin necesidad de establecer las razones de este tipo de relación.

Para abordar esta pregunta, los autores recolectan información relacionada con los cargos políticos que han desempeñado previamente los miembros de juntas directivas de las empresas en Estados Unidos que conforman el índice S&P 500 durante los años 1996 y 2000. Lo anterior deja de lado las conexiones políticas de las empresas a través de lobistas y consultores, pero representa una primera aproximación al objeto de estudio. Las empresas se clasificaron a partir de la información recolectada según su vínculo político con el partido Demócrata o con el partido Republicano. Además, los autores utilizan dos clases de eventos diferentes para su estudio. El primero es la fecha de la elección presidencial en Estados Unidos del 7 de noviembre del 2000, cuando George Bush ganó las elecciones con una victoria apretada sobre Al Gore. La apretada campaña electoral hace de esta fecha unas elecciones con un resultado incierto, característica necesaria para el estudio de los eventos. El segundo tipo de eventos, es el nombramiento de los directores identificados como políticamente conectados.

Ed. CESA. V rev.

Los autores contrastan dos hipótesis. Si las conexiones políticas afectan el valor de las empresas, las empresas conectadas con el partido Republicano experimentarían incrementos en el valor de sus acciones y aquellas conectadas con el partido Demócrata sufrirían el efecto contrario. Asimismo, el nombramiento de un director conectado implicaría el incremento del valor de la empresa por los beneficios futuros esperados debido a las conexiones políticas de la junta.

Los resultados de los autores señalan que el portafolio de las empresas que tenían conexiones políticas con el partido Republicano obtiene retornos significativamente superiores en el periodo posterior a la elección presidencial al de las empresas conectadas con el partido Demócrata. El primer portafolio muestra retornos anormales positivos, mientras que el segundo muestra retornos anormales negativos frente al evento de la elección presidencial. Además, al nombrar directores políticamente conectados, las empresas experimentan retornos anormales en el precio de sus acciones, los cuales son positivos o negativos, según el partido con el cual el director tenga vínculos.

El valor que generan las conexiones políticas puede capturarse a través de canales directos o indirectos. La asignación de contratos, los beneficios tributarios, los cambios en la regulación y las conexiones con otros países pueden verse afectadas por las conexiones políticas de los órganos de alta dirección de las empresas. Goldman et al. (2009) resaltan, entre otros, los trabajos de Fisman (2001) y Faccio (2006), como investigaciones previas que encuentran relaciones entre el valor de las empresas y las conexiones políticas. Fisman (2001) demuestra reducciones en el valor de las empresas ante anuncios del deterioro de la salud de los políticos con los que están

Ed. CESA. V rev.

conectadas. Además, Faccio (2006) realiza un análisis en diferentes países y muestra que las empresas con mayores conexiones políticas están listadas en países con altos niveles de corrupción y que su valor incrementa cuando sus ejecutivos incursionan en la política.

Goldman y sus colaboradores (2009) reseñan varios artículos acerca de empresas ubicadas en Estados Unidos, que se benefician de sus conexiones políticas, pero ellos son los primeros en establecer una relación entre las conexiones políticas de la junta y el valor de las empresas. Para ellos, las conexiones políticas representan otro mecanismo mediante el cual las juntas pueden generar valor para las empresas. Sin embargo, como se mencionó previamente, estos autores no discuten si esto sucede de manera inofensiva o ética, o si obedece a prácticas ilegales, o que incluso siendo legales puedan considerarse poco éticas.

Fan, Wong y Zhang (2007) desarrollan un trabajo similar al analizar las conexiones políticas de la gerencia en compañías chinas y los efectos que estas tienen sobre la composición de la junta y el desempeño financiero de la empresa. La literatura señala que la intervención gubernamental en las empresas generalmente se asocia con la extracción de rentas, y que los derechos de propiedad débiles y una protección limitada contra la expropiación de los políticos son comunes en países con bajo ingreso per cápita, bajas tasas de inversión y mercados de capitales poco desarrollados.

El artículo examina el papel de la intervención del gobierno en empresas chinas parcialmente privatizadas. Debido a los derechos de propiedad débiles y los mercados de capitales poco desarrollados en China, los autores encuentran una relación negativa entre la intervención gubernamental, y el desempeño y gobierno de las empresas. De hecho, los resultados

Ed. CESA. V rev.

obtenidos respaldan la hipótesis. Al analizar 790 empresas parcialmente privatizadas entre 1993 y 2001, encuentran que el 27% de las empresas contaban con un gerente políticamente conectado, que era funcionario público o lo había sido.

Las consecuencias de estas conexiones políticas sobre el valor de las empresas parecen devastadoras. Las empresas con gerentes políticamente conectados muestran un desempeño financiero inferior, y un menor crecimiento de las utilidades y las ventas. Por otra parte, las juntas de las empresas políticamente conectadas a través de la gerencia tienen más funcionarios públicos y menos directores con trayectoria profesional relevante para las empresas. El promedio de edad de los directores en la junta es mayor en estas empresas, que además cuentan con una menor participación de mujeres. Los resultados de Fan y sus colaboradores sugieren que la intervención del gobierno y la privatización parcial no aumentan el valor para los accionistas. La falta de profesionalización de la gerencia y de las juntas directivas parece explicar el mal desempeño financiero de las empresas.

Las diferencias en los resultados obtenidos para Estados Unidos por Goldman, Rocholl y So (2009) y para China por Fan, Wong y Zhang (2007), pueden ser explicadas por el marco institucional. Cuando la regulación protege los derechos de los inversionistas y castiga el fraude con mayor severidad, es posible que las conexiones políticas permitan a la empresa acceder a mejores oportunidades económicas. Sin embargo, con marcos institucionales débiles, los directores y gerentes con conexiones políticas pueden adoptar un comportamiento oportunista y extraer rentas para su propio beneficio, afectando el valor de la empresa.

Ed. CESA. V rev.

3.5. Reputación y Mercado Laboral para los Directores

Hasta ahora se ha discutido la manera en que las empresas pueden beneficiarse al tener diferentes tipos de directores en las juntas directivas de sus empresas. Sin embargo, ¿qué motiva a los directores a actuar en favor de los intereses de los accionistas? Para determinado tipo de miembros de junta, como los que pertenecen a la familia fundadora, o aquellos que representan accionistas controlantes, las motivaciones pueden estar determinadas por su participación en el capital de la empresa y por las relaciones que tienen con los propietarios de la misma. Sin embargo, cuando los directores son externos e independientes es más difícil garantizar una alineación de los intereses de los miembros de junta directiva y los accionistas.

En parte, los miembros de la junta directiva buscan actuar a favor de los intereses de los accionistas cuando su reputación como directores incide en las oportunidades a las que pueden acceder en el mercado laboral al que pertenecen. Finalmente, sus servicios tienen un valor para las empresas y los directores exitosos pueden obtener remuneraciones muy representativas. Coles y Hoi (2003) señalan que así como los gerentes y ejecutivos se preocupan por sus oportunidades de promoción y compensación en las empresas para las que trabajan, es natural que los miembros de las juntas directivas estén interesados en la posibilidad de conseguir puestos en las juntas de otras empresas. Además de visibilidad y estatus, las prebendas y beneficios económicos hacen del cargo del director una opción lucrativa. Coles y Hoi (2003) resaltan casos durante la década de los noventa en los que los miembros de junta directiva llegaron a obtener incluso más de medio millón de dólares por sus servicios en un año.

Ed. CESA. V rev.

Para evaluar la existencia de un mercado laboral para los directores en los Estados Unidos, y la importancia de la reputación para las oportunidades futuras a las que pueden acceder los directores, Coles y Hoi (2003) estudian los efectos que generaron la decisión que tomaron las juntas directivas de las empresas del estado de Pensilvania frente a la Ley 1310, aprobada por el senado en abril de 1990. Esta ley es reconocida por oponerse ampliamente a la toma hostil. En Estados Unidos es usual que actores del mercado tomen el control de una empresa mal administrada por medio de compra de acciones, para luego reemplazar a la alta gerencia y hacerse cargo de la empresa. Cuando la toma del control de la empresa se realiza en contra de la voluntad de la alta gerencia, e incluso de los accionistas controlantes, se denomina toma hostil. Esto se conoce como el mercado por el control corporativo, que ejerce disciplina sobre los equipos gerenciales ineficientes.

La Ley 1310 del estado de Pensilvania estableció diferentes mecanismos que aíslan a las empresas y sus equipos gerenciales del mercado por el control corporativo. Esto claramente va en contra de los intereses de los accionistas, los cuales no cuentan con la disciplina del mercado si sus empresas no están bien administradas. Sin embargo, la ley permitía que dentro de los 90 días posteriores a su promulgación las juntas de las empresas decidieran, sin necesidad de contar con la aprobación de los accionistas, si adoptaban o no las provisiones en contra de la toma hostil. Debido a que algunas juntas decidieron no adoptar estas medidas, Coles y Hoi (2003) aprovecharon la oportunidad para realizar un experimento natural. Básicamente, los autores evalúan la reacción del mercado laboral de los directores frente a las decisiones que tomaron los mismos en relación con la Ley 1310.

Ed. CESA. V rev.

Los resultados de Coles y Hoi (2003) señalan que en promedio los miembros de junta de las empresas que no adoptaron todas o algunas de las provisiones establecidas por la ley, obtuvieron puestos en otras juntas directivas dentro de los tres años posteriores a su promulgación. Estos puestos fueron obtenidos por los directores externos, es decir, directores diferentes al gerente, presidente de la junta, miembro familiar, u otro miembro del cuerpo ejecutivo. Los hallazgos señalan que los directores externos de las juntas que rechazaron las provisiones de la ley, tienen casi tres veces más de probabilidad de obtener un puesto adicional en comparación con los directores que decidieron acogerlas.

El trabajo de Coles y Hoi (2003) expone cómo el mercado laboral aparentemente responde a las acciones de los directores y los premian con un mayor número de oportunidades si toman decisiones que favorecen los intereses de los accionistas. Yermack (2004) también pretende dar respuesta al interrogante: ¿qué le permite a los directores externos supervisar a los gerentes, en lugar de coludir con ellos? Fama y Jensen (1983) proponen la existencia de un mercado laboral para los directores y sugieren que los directores externos cuentan con incentivos para desarrollar su reputación como expertos en el control. Yermack (2004) asegura que la mayoría de estudios se centran en la habilidad de los directores para conseguir nuevos puestos, como una señal de su nivel de reputación, pero pocos examinan de manera directa la compensación y el reemplazo o el despido de los directores, que representan las piezas centrales del sistema de recompensas de los miembros de junta.

Yermack (2004) analiza el sistema de recompensas que reciben 734 directores nombrados en las juntas directivas de las empresas de la lista

Ed. CESA. V rev.

Fortune 500 para el periodo comprendido entre 1994 y 1996. El autor estudia la remuneración de cada uno de los directores por un periodo de cinco años luego de ser elegidos, la compensación que reciben, los cambios en su participación en el capital de la empresa, su acceso a otros puestos de junta directiva, cambios en los conflictos de intereses declarados, y su salida de la junta. Yermack (2004) resalta la importancia de realizar este análisis en el tiempo, y no en una única observación, debido a que la mayoría de los directores externos llegan a la empresa con una participación nula o ínfima en la propiedad de la misma, con poco conocimiento directo de sus operaciones, y con una reputación basada en sus cargos de tiempo completo actuales o previos. Sin embargo, esta situación cambia a medida que adquiere o recibe participación sobre el capital de la empresa, y es más probable que ejerza influencia y sea recompensado por la estrategia y el desempeño de la empresa.

Algo muy interesante del trabajo de Yermack (2004) está en la cuantificación de los incentivos que reciben los directores. Los incentivos de compensación directa, potencial despido o rotación y posibles nuevos puestos en otras juntas ascienden a 11 centavos de dólar por cada 1.000 dólares de incremento en el valor de las empresas. Esto se traduce en un poco más de un cuarto de millón de dólares por un cambio equivalente a una desviación estándar en el desempeño de las empresas. Las recompensas salariales y participaciones en el capital de la empresa representan algo más de la mitad de los incentivos económicos que recibe un director, pero otra parte importante está representada en las oportunidades laborales futuras. Esto resalta la importancia económica de la reputación para un director.

Ed. CESA. V rev.

Fich y Shivdasani (2007) abordan de manera ingeniosa los efectos de la reputación sobre las oportunidades laborales de los directores. Los autores aseguran que existe un acuerdo generalizado en relación con las pérdidas de valor que generan los fraudes financieros para los inversionistas. El costo no está representado únicamente por las consecuencias económicas adversas sino que además tiene un componente altamente relacionado con la pérdida de reputación de las empresas. Sin embargo, poco se sabe sobre los costos asociados a la pérdida de reputación que sufren los directores externos cuando las empresas se ven involucradas en estas prácticas ilegales. Por lo tanto, Fich y Shivdasani (2007) buscan determinar si los miembros de junta sufren cierto tipo de penalidades relacionadas con la reputación cuando las empresas a las que sirven son acusadas de fraude financiero.

Para llevar a cabo su estudio, los autores conforman una muestra con empresas demandadas entre 1998 y 2002 por sus accionistas al acusarlas de infringir una norma específica de la SEC –10(b)-5 de 1934–, que desaprueba conductas que intenten manipular o defraudar a los grupos de interés a través de estados financieros que no son fidedignos a la condición financiera, de solvencia o rentabilidad de la empresa. Los resultados se derivan de una muestra de 216 empresas de las que fue posible obtener los precios de mercado de sus acciones, datos contables e información sobre la compensación de la alta gerencia y la junta directiva. De igual manera, construyeron un grupo de control con 216 empresas similares que no se vieron afectadas por escándalos de fraude en el mismo periodo.

Los resultados del estudio señalan que la rotación de los puestos de junta directiva en las empresas demandadas no se comportó de manera diferente a la rotación de las empresas que no se vieron involucradas en

Ed. CESA. V rev.

acciones fraudulentas. Sin embargo, los directores externos de las firmas demandadas experimentaron una reducción importante en el número de puestos de junta que ocupaban en otras empresas, y perdieron en promedio la mitad de esas sillas. Además, el 96% de los directores de empresas demandadas que tenían puestos en otras juntas, perdió por lo menos uno de esos puestos dentro de los tres años siguientes a la demanda. Por otra parte, la pérdida de puestos es aún mayor cuando los casos son más serios y complejos, lo cual se puede establecer de dos maneras: según las acciones de la SEC en los procesos contra las empresas o los montos de dinero mencionados en cada uno.

La conclusión a la que llegan Fich y Shivdasani (2007) no es ingenua. Los autores contemplan tres posibles explicaciones a la reducción en los puestos de juntas de otras empresas: Primero, que la pérdida se origina por el deterioro en la reputación del director que supervisa la gerencia de una empresa demandada por fraude (hipótesis de la reputación). Segundo, que la composición de la junta obedece al entorno de supervisión, y dado que la empresa está demandada, el director reconoce que se encuentra en un entorno propenso al fraude y decide renunciar a otras juntas para dedicar más tiempo a la supervisión de la empresa que afronta problemas legales (hipótesis de endogeneidad). Tercero, que el director renuncia a otras juntas directivas para minimizar el riesgo legal en el futuro, por la mala experiencia con la empresa demandada (hipótesis de responsabilidad legal).

A pesar de las diversas pruebas y de los resultados a favor de las tres hipótesis, quizás el resultado más contundente se refiere al incremento anormal en el precio de las acciones de empresas que despiden o a las que renuncian directores con puestos en la junta de empresas demandadas. Esto constituye

Ed. CESA. V rev.

una gran evidencia sobre la pérdida de reputación del director como supervisor en el mercado. El valor de los ingresos futuros que dejan de percibir estos directores es estimado en aproximadamente un millón de dólares.

Fahlenbrach, Low y Stulz (2010) realizan otro estudio que hace énfasis en la importancia de la reputación de los miembros de las juntas directivas. Los autores resaltan que las empresas estadounidenses buscan activamente nombrar gerentes de otras firmas como miembros de sus juntas directivas. Otros autores reconocen a los gerentes como los miembros de junta más deseables y encuentran reacciones positivas en los mercados de capitales cuando una empresa incorpora a un gerente como director. Sin embargo, a pesar de estos efectos positivos, Fahlenbrach y sus colaboradores (2010) no encuentran investigaciones que expliquen cómo los gerentes escogen las empresas a las que desean incorporarse como directores, y por qué resultan valiosos para las firmas que los nombran. Los autores utilizan una muestra conformada por 10,000 empresas en el periodo 1998-2005 para investigar qué hace deseables a los gerentes como directores externos.

Este estudio demuestra que la empresa promedio en Estados Unidos no cuenta con gerentes externos como directores en sus juntas. Además, la compensación no es utilizada como mecanismo para atraerlos, ya que los gerentes externos en las juntas directivas no reciben una mayor remuneración en comparación con los demás miembros de junta que asisten a las reuniones. Por lo tanto, la gran demanda que existe por sus servicios hace que los gerentes estén en capacidad de seleccionar las empresas a las que desean apoyar desde la junta directiva, y como es de esperarse, escogen aquellas que ofrecen la mejor compensación (monetaria y no monetaria) en relación con el riesgo y el esfuerzo asociados.

Ed. CESA. V rev.

La evidencia demuestra que los gerentes externos escogen las empresas más grandes, en las que reciben mayores beneficios no monetarios, como prestigio y oportunidades de negocios. Además, es poco probable que acepten unirse a juntas directivas de empresas pequeñas y jóvenes, las cuales pagan menos y tienen un mayor riesgo relativo a la reputación. Por otra parte, los gerentes buscan unirse a las juntas de firmas cuyas estructuras de gobierno y sus estrategias de financiación e inversión son similares a las de aquellas que ellos dirigen, pues allí es más útil su conocimiento y resulta más fácil para ellos entender la empresa. Finalmente, escogen empresas ubicadas cerca de su lugar de trabajo, debido a que el costo de oportunidad es menor en términos de sacrificio de tiempo.

Ahora, para entender qué convierte a un gerente externo en un director valioso, Fahlenbrach y sus colaboradores (2010) plantean dos hipótesis. La primera, que el gerente externo es valioso como director porque puede supervisar y asesorar la alta gerencia de mejor manera en comparación con otro tipo de directores (hipótesis de desempeño). Para que esto se cumpla, los autores aseguran que las empresas deberían mostrar un mejor desempeño y una mejor toma de decisiones, una vez ha sido nombrado el gerente externo en la junta. La segunda hipótesis, es la hipótesis de certificación. Debido a que el valor del capital humano de un líder empresarial es altamente sensible a su reputación, el hecho de escoger y aceptar el nombramiento en la junta directiva, funciona como una certificación sobre el valor actual de la empresa, que los inversionistas perciben como valiosa. La evidencia obtenida por los autores respalda la hipótesis de certificación, antes que la de desempeño, pues la reputación representa un activo valioso para el miembro de la junta directiva y la empresa que cuenta con su acompañamiento.

Ed. CESA. V rev.

4. Funcionamiento de la Junta Directiva

Los capítulos previos han señalado aspectos fundamentales de las juntas directivas, así como las funciones que desempeñan y las diferentes discusiones relacionadas con su composición, a partir del supuesto de que una junta mejor estructurada genera valor para la empresa. A continuación se discutirán algunos trabajos que, pese a su relación con la composición y las funciones de las juntas, temas que hemos abordado previamente, representan estudios que han destacado factores que pueden afectar de manera positiva o negativa el funcionamiento de las juntas.

4.1. Poder del Gerente

Uno de los aspectos identificados en la literatura, que pueden afectar el buen funcionamiento de las juntas, está representado por el grado de poder y atrincheramiento del gerente. Adams, Almeida y Ferreira (2005) argumentan que mientras que en algunas firmas el gerente toma la mayoría de decisiones, estas también pueden resultan a partir de un consenso entre los miembros del equipo gerencial. Dado que cada individuo puede tener opiniones diferentes, la distribución del poder en la toma de decisiones puede afectar las acciones que desarrolla una empresa. Además, si estas acciones afectan el desempeño financiero de la firma, las dinámicas de poder entre el gerente, su equipo gerencial y su junta directiva pueden afectar los resultados

Ed. CESA. V rev.

obtenidos. A partir de estas ideas, Adams y sus colaboradores (2005) analizan si el poder del gerente tiene algún impacto sobre el desempeño financiero empresarial. Los autores toman como punto de partida aportes teóricos que aseguran que si en una empresa el gerente toma la mayoría de acciones relevantes, el riesgo que puede surgir de errores de juicio no está bien diversificado. Por consiguiente, la volatilidad en las medidas de desempeño financiero debe ser mayor, a medida que el gerente gana poder.

Para contrastar su hipótesis, los autores utilizan una base de datos conformada por 336 empresas de la lista *Fortune 500*, y estudian su comportamiento para el periodo comprendido entre 1992 y 1999, y para medir el poder del gerente utilizan diferentes métodos: Primero, determinan si el gerente es el fundador de la empresa, dado que la literatura sugiere que los gerentes fundadores tienen mayor influencia en la toma de decisiones. Segundo, analizan si el gerente es el único miembro del equipo gerencial en la junta. Esto puede reflejar un mayor poder del gerente por diferentes razones. Por ejemplo, puesto que es el único miembro del cuerpo ejecutivo con participación en la junta, el manejo de información privilegiada para los miembros internos lo lleva a gozar de más conocimiento, y por ende, más poder para la toma de decisiones. Además, si otros ejecutivos que compiten por este puesto no tienen acceso a la junta directiva, sus posibilidades de desafiar o contrarrestar el poder del gerente disminuyen. Finalmente, si el gerente es además el presidente de la junta, claramente se genera una mayor concentración de poder en sus manos.

Adams et al. (2005) encuentran que el retorno sobre las acciones de las empresas presenta una mayor volatilidad a medida que el gerente gana poder. Los resultados son similares cuando utilizan medidas alternativas de

Ed. CESA. V rev.

desempeño financiero como el retorno sobre los activos. Los resultados son más fuertes cuando el poder del gerente se mide por su estatus de fundador. Sin embargo, las tres medidas de poder del gerente presentan relaciones positivas y significativas con la volatilidad del desempeño de la empresa. Estos resultados sugieren que el equipo gerencial y la junta directiva pueden apoyar a la empresa, al asesorar y supervisar el comportamiento del gerente, a excepción de cuando tienen influencia en la toma de las decisiones que son cruciales. De otra manera, sus opiniones pueden ser ignoradas por los gerentes, y sus errores de juicio al momento de tomar decisiones para la empresa pueden generar un mayor riesgo operativo o una mayor volatilidad en el rendimiento financiero.

Ryan y Wiggins (2004) presentan otro artículo a través del cual es posible inferir los efectos de un gerente poderoso o atrincherado sobre el desempeño de la junta. De acuerdo con estos autores, existe un consenso sobre el hecho de que las juntas directivas más independientes tienen un mejor gobierno corporativo, mientras que los miembros internos de juntas directivas grandes, los gerentes en el puesto de presidentes de juntas de empresas que dirigen y los gerentes atrincherados, propician una menor efectividad en las juntas directivas, y por ende, un mal gobierno corporativo. Sin embargo, aunque estas características constituyan barreras para un buen gobierno, los autores esperan que puedan ser contrarrestadas por los incentivos contractuales que reciben los directores. El trabajo de Ryan y Wiggins (2004) pretende determinar si la estructura de compensación a los directores mitiga o refuerza las barreras que enfrenta un buen gobierno.

Según Ryan y Wiggins (2004), existen dos corrientes de pensamiento en la literatura sobre la compensación de las juntas directivas. Una de ellas

Ed. CESA. V rev.

sugiere que la compensación de los directores obedece al deseo de establecer un contrato óptimo que mitigue los conflictos de agencia y lleve a la junta a actuar en favor de los accionistas; la otra corriente afirma que la compensación de los directores o miembros de la junta es el resultado de una negociación entre la junta y el gerente. Por ejemplo, Bebchuk, Fried y Walker (2002) afirman que el poder de los gerentes sobre la junta directiva causa una distorsión en la remuneración de los directores e impide el establecimiento de contratos de compensación adecuados.

El análisis de estos autores parte de dos supuestos básicos de la literatura: primero, que una mayor independencia de la junta evidencia mayor poder de negociación de los directores en relación con el gerente; y segundo, que las juntas más independientes están más dispuestas a supervisar las acciones del gerente, debido a que este no puede tomar represalias hacia los directores, como despedirlos. Los autores deciden entonces indagar empíricamente si en presencia de gerentes más poderosos y juntas directivas menos independientes se evidencia una compensación a los directores que se base menos en el desempeño de la firma y con un mayor componente fijo. Esto implicaría que a los directores se les compensa sin tener en cuenta los resultados financieros de las empresas.

Ryan y Wiggins (2004) obtienen sus resultados de un análisis a 1.018 empresas para 1997. Los autores encuentran que cuando existen barreras para un buen gobierno, los esquemas de compensación de la junta directiva no incentivan a los directores a ejercer tareas de supervisión. Los directores de empresas con gerentes atrincherados, es decir, que llevan más tiempo en el cargo, reciben menos compensación. Además, dicha compensación está menos basada en acciones o en la participación de propiedad en la empresa.

Ed. CESA. V rev.

En general, los directores de empresas con gerentes atrincherados, juntas directivas conformadas en su mayoría por internos, o juntas directivas más grandes, tienen una probabilidad mucho menor de recibir cualquier compensación atada al desempeño financiero de la empresa. Por tanto, los paquetes de compensación contienen un mayor componente fijo y generan menos incentivos para desempeñar tareas de supervisión.

Finalmente, el estudio demuestra que la compensación que reciben los gerentes atrincherados o con juntas directivas menos independientes, tienen un mayor componente fijo y menos relacionado con el desempeño de la empresa. Por lo tanto, los gerentes poderosos no solo inciden en la compensación de los directores sino que además hacen que su propia compensación sea menos sensible a cambios en el desempeño financiero de la empresa que dirigen.

4.2. Balance en las Funciones de Supervisión y Asesoría

Otro aspecto relevante para el buen funcionamiento de una junta directiva es el balance entre las funciones de asesoría y supervisión a la alta gerencia. Faleye, Hoitash y Hoitash (2011) explican cómo la búsqueda de la independencia de la junta directiva se ha convertido en una práctica común, junto con un incremento de los poderes de supervisión otorgado a los directores independientes. Por ejemplo, la Bolsa de Valores de Nueva York exige a las empresas listadas que los comités de auditoría, compensación y nominación que sirven a las juntas directivas, se conformen exclusivamente por directores externos. Esto obliga a varios directores independientes a dedicar gran parte de su tiempo al desempeño en comités de supervisión.

Ed. CESA. V rev.

Faleye y sus colaboradores (2011) estudian cómo la dedicación de los recursos de las juntas a las tareas de supervisión afecta la efectividad de la junta en la creación de valor para la empresa, teniendo en cuenta que debe llevar a cabo su papel dual de asesoría y supervisión. De acuerdo con los autores, por una parte, el incremento en las tareas de vigilancia puede mejorar el desempeño en las actividades de supervisión y reducir los costos de agencia. Además, puede llevar a un mejor conocimiento de la empresa por parte de los directores externos y permitirles tomar decisiones más acertadas.

Sin embargo, el incremento en las tareas de supervisión puede afectar la efectividad de la junta en las tareas de asesoramiento. Como sugieren Adams y Ferreira (2007), los gerentes estarán menos dispuestos a compartir información con sus juntas si estas desempeñan actividades intensas de vigilancia y supervisión. Esto puede afectar la capacidad de la junta para aconsejar acertadamente al gerente. Además, dado que el tiempo es un recurso escaso, una mayor dedicación a tareas de supervisión puede darse a expensas del tiempo dedicado a tareas de asesoría. Finalmente, según Faleye et al. (2011), una mayor supervisión puede afectar la percepción del gerente frente al respaldo que le ofrece la junta en decisiones estratégicas riesgosas, lo cual puede incrementar la miopía gerencial, es decir, tomar decisiones que lleven a utilidades y buenos resultados en el corto plazo, sin importar su impacto en el largo plazo y la perdurabilidad de la empresa.

Faleye et al. (2011) buscan dar respuesta a tres interrogantes. Primero, determinar si el incremento en los miembros independientes de la junta directiva conduce a una mejor supervisión de las acciones de la gerencia.

Ed. CESA. V rev.

Segundo, analizar si este incremento afecta el asesoramiento que la junta directiva le otorga al gerente. Y tercero, evaluar si la tensión entre las actividades de supervisión y asesoría tiene un impacto sobre el valor de la empresa. Para llevar a cabo su investigación toman una muestra de 1.500 empresas estadounidenses de diferentes tamaños, y las analizan en el periodo comprendido entre 1998 y 2006.

Los resultados muestran la relevancia del balance entre las tareas de supervisión y de asesoría para la generación de valor y la riqueza de los accionistas. Primero, encuentran evidencia respecto de la eficiencia en la supervisión. Esto demuestra una mayor sensibilidad de la rotación del gerente con relación al desempeño de la firma y una reducción en la compensación excesiva de los gerentes. Segundo, esta mayor dedicación a las actividades de supervisión afecta la tarea de asesoría que desempeñan los directores. Lo anterior lo infieren analizando las decisiones gerenciales. Las empresas con juntas más dedicadas a la supervisión toman decisiones menos acertadas al realizar adquisiciones de otras empresas. Además, en estas empresas se hacen menos inversiones en investigación y desarrollo, y se obtienen menos patentes y de menor calidad, lo que sugiere que los gerentes se enfocan en proyectos rutinarios o de corto plazo, y dejan de lado los proyectos que pueden resultar estratégicos para la empresa.

Finalmente, el estudio encuentra que las empresas con juntas dedicadas principalmente a la tarea de supervisión son significativamente menos valiosas que las empresas cuyas juntas mantienen un balance entre las dos tareas (supervisión y asesoría). Según los autores, el efecto negativo de un consejo inapropiado domina los efectos positivos generados por el incremento en la supervisión. Además, sus hallazgos muestran efectos diferenciados

Ed. CESA. V rev.

de la composición de la junta sobre el desempeño de las empresas, pues aquellas complejas y con mayores requerimientos de consejo efectivo, sufren más perdidas de valor cuando sus directores se concentran especialmente en la tarea de supervisión.

4.3. Directores Ocupados

Se espera que los directores externos generen valor a la empresa al desempeñar el papel de árbitros y supervisores de los miembros internos, además de proveer asesoría en áreas críticas para el buen desempeño financiero de la firma. Sin embargo, ¿qué sucede cuando estos directores están muy ocupados? Ferris, Jagannathan y Pritchard (2003) realizan una investigación sobre los directores ocupados y deciden contrastar lo que denominan *Business Hypotesis*. Bajo esta hipótesis, los directores que trabajan simultáneamente en varias juntas directivas, no pueden supervisar la alta gerencia efectivamente debido a su falta de tiempo. Miembros de juntas con demasiados compromisos pueden presentar un menor involucramiento en comités de apoyo relevantes, como los de auditoría y de compensación. Bajo el supuesto de que la junta directiva juega un papel determinante en el desempeño financiero de las empresas, la implicación fundamental de la *Business Hypotesis* es que la presencia de miembros de junta muy ocupados puede mitigar la supervisión a la alta gerencia, y en consecuencia, puede afectar el valor de mercado de la empresa. Además, la falta de supervisión puede exacerbar la presencia de otros problemas de agencia en la empresa.

Ed. CESA. V rev.

La motivación de estudiar empíricamente este asunto surge de las sugerencias realizadas a finales de la década de los noventa por diferentes organizaciones estadounidenses, como el Consejo de Inversionistas Institucionales o la Asociación Nacional de Directores Corporativos, sobre un máximo número de puestos en juntas directivas para los directores, con la intención de que estos contaran con tiempo necesario para asumir los compromisos derivados de estos cargos. Además, los autores mencionan una encuesta realizada en 1998 a directores de las empresas de la lista *Fortune 500*, que reveló la creencia que estos tenían de que un alto número de puestos en juntas directivas puede disipar el tiempo y la atención prestada a los asuntos de cada junta en particular, lo que afecta la habilidad para supervisar la gerencia. Sin embargo, a pesar de esta controversia no existían investigaciones que abordaran este tema.

Ferris y sus colaboradores (2003) utilizan una muestra de más de 3.000 empresas alrededor del mundo, en las que tienen en cuenta el nombre de los miembros de su junta, su edad, su participación de propiedad en la empresa, la profesión, su tiempo de ejercicio en el cargo y su independencia. Los hallazgos son diversos. Por ejemplo, el mercado de directores tiene en cuenta el desempeño pasado de las empresas en las que el director ha sido miembro de la junta directiva, ya que cuando el desempeño ha sido positivo el director puede acceder a más puestos de junta, lo que es interpretado como un efecto en la reputación.

Otro hallazgo relevante presentado por este grupo de autores está relacionado con la reacción del mercado ante el nombramiento de un director de una empresa en otra junta directiva. A través de la metodología de estudio de eventos, Ferris y sus colaboradores exponen que la primera

Ed. CESA. V rev.

vez que un director es nombrado como miembro en otra junta directiva, genera un incremento mayor al esperado en el precio de las acciones de la empresa en la que ejerce como director. Lo anterior parece evidenciar que el incremento en la experiencia o reputación de los directores es bueno para la empresa.

Sin embargo, en un estudio posterior, Fich y Shivdasani (2006) aseguran que las mediciones realizadas por Ferris et al. (2003), no son del todo acertadas y critican sus escogencias metodológicas y especificaciones econométricas, que pudieron llevarlos a estudiar desacertadamente la relación entre los directores ocupados y el desempeño de las empresas. Fich y Shivdasani (2006) estudian nuevamente el problema de los *busy directors* o directores ocupados y, buscan llamar la atención sobre este asunto a través del siguiente ejemplo: en diciembre 28 del año 2000, el *Wall Street Journal* anunció que Elaine Chao sería nombrada en el gabinete del presidente electo George W. Bush. Un artículo publicado previamente describía la tendencia creciente a limitar los puestos que los miembros de la junta ejercían, debido a que esto podía afectar la calidad del gobierno corporativo de la empresa. El mismo artículo afirmaba que la señora Chao estaba dentro de los diez miembros de juntas más ocupados de Estados Unidos.

Debido al nombramiento en el gabinete de gobierno, la señora Chao se vio obligada a renunciar a las juntas directivas de seis empresas en las que se desempeñaba como miembro externo. Fich y Shivdasani (2006) analizan este caso a través de la metodología de estudio de eventos y encuentran que los precios de las acciones de estas seis empresas tuvieron incrementos anormales superiores al 3% debido a la renuncia de la señora Chao. Aunque las razones para este incremento pueden ser diversas (por ejemplo, esperar

Ed. CESA. V rev.

beneficios para las empresas debido a la influencia política de quien fuese miembro de su junta), para los autores este caso representa evidencia sugestiva respecto del impacto de los directores ocupados sobre el valor de las empresas. La muestra de del estudio busca determinar si en otras empresas se mantiene la evidencia presentada por el caso de la señora Chao.

Los autores utilizan una muestra derivada de la lista de las empresas de mayor tamaño publicada por la revista *Forbes* en 1992. De acuerdo con la disponibilidad de información financiera relacionada con la junta, analizan 508 empresas industriales en el periodo 1989-1995. Los resultados muestran que cuando la mayoría de los directores externos en una junta ocupan tres o más posiciones en juntas directivas de otras empresas, el valor de mercado de las empresas es menor en comparación con aquellas en las que las juntas directivas están conformadas por directores externos poco ocupados. Los resultados son similares al utilizar diferentes medidas contables de desempeño operativo en lugar del valor de mercado de las empresas. Además, el estudio analiza la rotación de los gerentes ante un desempeño financiero pobre por parte de las empresas y evidencia que las juntas directivas con directores externos ocupados son más permisivas con los gerentes ante un mal desempeño. Lo anterior sugiere que la cantidad de puestos que ocupa un miembro de junta directiva externo es un aspecto determinante de la efectividad de las juntas como órganos de gobierno corporativo.

Adicionalmente, Fich y Shivdasani (2006) muestran que los inversionistas reaccionan de manera optimista cuando un director externo ocupado abandona la junta directiva, lo que tiene un efecto positivo sobre el precio de las acciones de la empresa. Lo contrario ocurre cuando los directores

Ed. CESA. V rev.

externos adquieren compromisos adicionales y se convierten en directores ocupados. Por lo tanto, la presencia de directores ocupados en las juntas afecta el desempeño financiero de las empresas.

Estos resultados contradicen y a la vez complementan los presentados por Ferris y sus colaboradores, ambos concuerdan en que el primer nombramiento de un director en otra junta directiva es una buena noticia para los accionistas, lo que implica que un incremento en la reputación y la experiencia de sus directores es benéfico para la empresa. Sin embargo, Fich y Shivdasani (2006) afirman que sus resultados demuestran que el costo asociado a ocupar un alto número de asientos en juntas directivas, exige límites a los compromisos que asumen los directores con otras empresas, para lograr que la junta directiva se centre en la supervisión y la asesoría de que debe prestar al gerente, lo que finalmente puede afectar el valor de la empresa.

En un artículo reciente, Field, Lowry y Mkrtchyan (2013) afirman que la literatura ha señalado que los directores ocupados o *busy directors* no son efectivos en el proceso de supervisión de la alta gerencia. Además, a partir de las investigaciones precedentes, para el año 2012 el Consejo de Inversionistas Institucionales y la Asociación Nacional de Directores Corporativos, sugirieron la imposición de restricciones sobre el número de puestos en juntas directivas que se deben permitir a los directores en Estados Unidos. De acuerdo con estas recomendaciones, Field y sus colaboradores señalan que el 74% de las 500 compañías que componen el índice S&P 500 imponen dichas limitaciones.

Sin embargo, Field et al. (2013) conjeturan que un director ocupado ofrece ventajas para un tipo particular de empresas. Aunque un director ocupado pueda llegar a ser menos efectivo en la supervisión de la alta

Ed. CESA. V rev.

gerencia, su experiencia y contactos lo convierten en un excelente asesor. Por lo tanto, los directores ocupados de empresas en las que se requiera un mayor nivel de asesoría y un menor nivel de supervisión, deberían contribuir su valor.

Para buscar evidencia empírica de este planteamiento teórico, Field y sus colaboradores (2013) examinan el efecto de juntas directivas ocupadas en las empresas que realizan por primera vez una oferta pública de acciones en el mercado estadounidense. Este tipo de empresas no tienen experiencia de financiación en los mercados públicos, no conocen los requerimientos legales que estas decisiones implican, ni saben lidiar con accionistas minoritarios, por lo que pueden beneficiarse al contar con directores ocupados que les provean asesoría y contactos en diversos temas poco conocidos para la alta gerencia.

De acuerdo con esta teoría, los autores encuentran que los directores ocupados son comunes en este tipo de empresas. El 50% de ellas, según el análisis, cuenta con juntas directivas ocupadas (al menos la mitad de sus directores externos tienen tres o más puestos en juntas directivas) y el 45% de los miembros de sus juntas representa a directores ocupados. Sin embargo, debido a la creencia generalizada de que los directores ocupados tienen un efecto negativo sobre el desempeño y el valor de las empresas, Field et al. (2013) aseguran que esta evidencia es intrigante, especialmente en empresas que van a ingresar al mercado de capitales y para las cuales son esenciales las buenas prácticas de gobierno.

Los autores sugieren tres razones que justifican la presencia de directores ocupados en estas empresas. Primero, y como mencionamos previamente, un factor fundamental está en la falta de experiencia en la

Ed. CESA. V rev.

financiación en el mercado accionario; es decir, inexperiencia en el manejo de relaciones con inversionistas institucionales, medios de comunicación, analistas de mercado, e incluso, con organismos gubernamentales. Debido a la falta de experiencia de la alta gerencia en estos aspectos, los beneficios de los directores ocupados para este tipo de empresas son representativos y mayores que aquellos que pueden ofrecer a empresas maduras y con experiencia en el mercado.

Segundo, como discutimos previamente, Fich y Shivdasani (2006) sugieren que un director ocupado puede ser ineficiente en la supervisión de la alta gerencia, lo cual puede ser crucial para las empresas que ingresan al mercado estadounidense de capital, y que están caracterizadas por una incertidumbre y un crecimiento altos. Sin embargo, las empresas que acuden al mercado por primera vez, generalmente cuentan con propiedad concentrada y con una alta participación en la misma por parte de los gerentes. Lo anterior puede conducir a los intereses de los gerentes y de los demás accionistas a alinearse con más facilidad, y así mitigar los problemas de agencia, y la necesidad de supervisar al gerente de manera rigurosa. Finalmente, los autores citan a Fama y Jensen (1983) para señalar que el nivel de ocupación de un director es un indicativo de su calidad, puesto que los directores de alta calidad reciben un mayor nivel de propuestas para ocupar asientos en juntas directivas.

Field et al. (2013) encuentran que los directores ocupados efectivamente agregan valor a las empresas con poca experiencia en el mercado accionario, que requieren asesoría, experiencia, reputación y conexiones de este tipo de directores. Además, de acuerdo con su teoría, el 49% de las empresas que realizan una oferta pública de acciones, cuenta en ese momento con

Ed. CESA. V rev.

juntas ocupadas, pero cinco y diez años después de la oferta este porcentaje cae 37% y a 31% respectivamente. Estos resultados reivindican el papel de los directores ocupados y establecen condiciones bajo las cuales estos representan una ventaja para las empresas que los contratan.

Perry y Peyer (2005) también abordan el tema de los directores ocupados, pero desde una perspectiva muy diferente. En su trabajo, mencionan que los acontecimientos de firmas como Enron suscitaron críticas sobre el sistema de gobierno adoptado por las empresas a inicios de la década del 2000, entre ellas, la baja participación de directores externos e independientes en las juntas. Por lo anterior, la Bolsa de Valores de Nueva York (*New York Stock Exchange – NYSE*) obligó a las empresas a tener una mayoría de miembros independientes dentro de sus juntas directivas como uno de los requerimientos para permitirles listarse y vender sus acciones en ese mercado. Una encuesta realizada en el 2003, citada por Perry y Peyer (2005), asegura que gerentes y altos ejecutivos de otras empresas están dentro de la lista de candidatos más deseados para las empresas que están buscando directores externos. Para Perry y Peyer (2005), en la medida en que la empresa en la que el ejecutivo ejerce su cargo le permite, de manera implícita o explícita, aceptar un asiento en una junta directiva en otra empresa, es importante entender las condiciones bajo las cuales esto puede favorecer o perjudicar a dicha empresa, que denominan "empresa proveedora".

Los autores aseguran que las habilidades gerenciales son un recurso escaso, y el tiempo y los esfuerzos que los ejecutivos de la empresa proveedora le dediquen a supervisar las empresas externas, reducen el tiempo que el funcionario le dedica a la empresa en la que tiene su trabajo de tiempo completo. Por lo tanto, los ejecutivos que aceptan demasiados puestos

Ed. CESA. V rev.

externos en juntas directivas no solo serán ineficientes en la supervisión y la asesoría de las empresas de cuyas juntas directivas hacen parte, sino que además serán menos productivos para la empresa proveedora.

Sin embargo, Perry y Peyer (2005) resaltan diversas razones por las cuales si un ejecutivo acepta puestos en otras juntas directivas puede incrementar el valor de la empresa proveedora y, por lo tanto, beneficiar a sus accionistas. Entre dichas razones se encuentra el aprendizaje que el funcionario adquiere sobre diferentes estilos gerenciales y estrategias corporativas utilizadas por otras empresas, además del establecimiento de redes, y la supervisión de relaciones empresariales. Adicionalmente, el nombramiento de un ejecutivo en juntas directivas de otras compañías puede representar una señal o una especie de certificación de las habilidades gerenciales de la alta dirección de la empresa proveedora.

Perry y Peyer (2005) utilizan una muestra de 349 anuncios de nombramientos de nuevos directores entre 1994 y 1996, en donde tanto la empresa proveedora como la empresa receptora estuviesen listadas en el mercado de valores. Las primeras estimaciones econométricas no arrojaron efectos significativos sobre el valor de la empresa proveedora. Sin embargo, al clasificar a las empresas proveedoras según los potenciales conflictos de agencia, surgen resultados interesantes. En las empresas cuyas juntas directivas no son independientes y cuya participación en la propiedad es baja por parte del ejecutivo o gerente nombrado como director en otra empresa; es decir, en las empresas con alto potencial de conflictos de agencia, el nombramiento de sus gerentes en las juntas directivas de otras empresas tiene un impacto negativo sobre el valor de la empresa proveedora. Esto concuerda con el comportamiento oportunista de los gerentes, quienes, en la búsqueda de

Ed. CESA. V rev.

prebendas, asumen compromisos que deterioran la riqueza de los accionistas de la empresa en la que se desempeñan permanentemente.

Sin embargo, los autores encuentran que la empresa se beneficia cuando sus ejecutivos son nombrados en las juntas directivas de otras empresas en casos en que los conflictos potenciales de agencia no son tan severos. Además, el nombramiento de los ejecutivos en las juntas directivas de empresas financieras, de alto crecimiento o relacionadas con la industria de la empresa proveedora, generan igualmente un impacto positivo en el valor de esta última. Todo lo anterior sugiere que permitir a los ejecutivos de la empresa hacer parte de otras juntas directivas como directores externos, puede generar beneficios siempre y cuando la empresa no esté expuesta a problemas de agencia severos y sus posiciones generen beneficios adicionales por las relaciones establecidas.

4.4. Tamaño de la Junta

El número de miembros óptimo que debe conformar una junta directiva ha sido objeto de amplia discusión. Por ejemplo, Coles, Daniel y Naveen (2008) resaltan el tamaño de la junta como un factor determinante para su efectividad. Los autores mencionan estudios previos bajo los cuales se ha argumentado que juntas de gran tamaño pueden ser menos efectivas que las juntas pequeñas debido a los problemas de coordinación que emergen entre un gran número de directores, además de los problemas de oportunismo que se pueden presentar. Es decir, algunos directores pueden cobrar sus honorarios sin desempeñar sus tareas efectivamente,

Ed. CESA. V rev.

y esperar que otros ejecuten las funciones de asesoría y supervisión que le han sido encomendadas al colectivo de directores. Otras investigaciones han encontrado una mejor valoración en el mercado para empresas con juntas pequeñas.

Según Coles y sus colaboradores (2008), lo anterior ha llevado a una creencia generalizada de que las juntas pequeñas y dominadas por externos son óptimas, lo que en la práctica conduce a un decrecimiento en el tamaño promedio de estos órganos de gobierno y en la participación de internos en los mismos. Sin embargo, los autores resaltan que varias firmas mantienen juntas directivas de gran tamaño, lo cual parecería ir en contra de la eliminación de configuraciones no adecuadas para estos órganos. Además, en varias de ellas, la permanencia de internos persiste, seguramente porque desempeñan algún papel valioso. Por lo tanto, el cuestionamiento de si un modelo único de junta directiva se ajusta a la realidad de cada empresa es inevitable en este contexto.

Coles et al. (2008) analizan si efectivamente las juntas más pequeñas e independientes son adecuadas. Los autores aseguran que las empresas más complejas, diversificadas, grandes y con más requerimientos de financiación con deuda, demandan un mayor nivel de asesoría y acompañamiento. Además, dado que las juntas grandes pueden ofrecer mayor experiencia y conocimiento, y por ende, mejor asesoría, las empresas complejas deben contar con juntas grandes. Estos puestos adicionales deben ser ocupados especialmente por miembros externos que apoyen con su experiencia al gerente. Sin embargo, empresas para las cuales el conocimiento específico de los internos es relativamente importante, como aquellas que invierten un monto representativo en investigación y desarrollo,

Ed. CESA. V rev.

posiblemente se benefician más de una mayor representación de los miembros internos en sus juntas. Estos argumentos desafían la creencia generalizada sobre las bondades de un número reducido de directores y un alto nivel de independencia.

Para analizar de manera empírica sus planteamientos, los autores utilizan una base de datos de más de 800 empresas y las estudian para el periodo 1992-2001. Los hallazgos encontrados respaldan sus hipótesis de trabajo. Allí, las empresas más complejas (grandes, diversificadas y con altos niveles de endeudamiento) tienen juntas grandes y con una participación representativa de miembros externos. Además, se evidencia que empresas con altas inversiones en investigación y desarrollo cuentan con más internos en sus juntas.

Por otra parte, la relación negativa entre el tamaño de la junta y el desempeño financiero previamente reseñada, no se mantiene en el caso de empresas complejas. Es más, los investigadores encuentran una relación positiva y significativa entre el tamaño de la junta y el desempeño en este tipo de empresas. Adicionalmente, el valor de las empresas en las que el conocimiento de los internos es relevante (aquellas con inversiones representativas en investigación y desarrollo), muestra una relación positiva con la participación de los internos en la junta directiva. Estos hallazgos demuestran que un único tamaño de junta no es apropiado para las empresas. Igual sucede con el nivel de independencia. Lo anterior es de vital importancia para los reguladores, quienes en ocasiones imponen porcentajes de independencia y límites máximos de puestos de junta directiva que favorecen solo a empresas con ciertas características, al tratar de implementar prácticas de buen gobierno a nivel empresarial.

Ed. CESA. V rev.

Cheng (2008), por su parte, analiza el efecto que tiene el tamaño de las juntas sobre la volatilidad del desempeño financiero, y en consecuencia, sobre el valor de la firma. El autor señala que la mayoría de artículos que estudian esta relación centran su atención en el nivel del desempeño y no en su volatilidad. Cheng (2008) afirma que los potenciales problemas de agencia, coordinación y comunicación que emergen a medida que crece el número de directores, tienen un impacto negativo sobre los resultados económicos de la empresa. Diferentes estudios sobre la toma de decisiones en grupos de trabajo sugieren que un grupo numeroso toma más tiempo en alcanzar consenso, y en consecuencia, sus decisiones son menos extremas, lo que en el contexto empresarial puede llevar a una menor generación de valor para los accionistas.

Para contrastar empíricamente sus hipótesis, Cheng (2008) utiliza una base de datos de aproximadamente 1.200 empresas durante el periodo 1996-2004. Los resultados del estudio muestran que las juntas directivas grandes están asociadas con una menor variación de los retornos accionarios mensuales, del retorno sobre activos y de la Q de Tobin. En un análisis más detallado, Cheng (2008) encuentra que las juntas directivas grandes llevan a una menor variación de las utilidades totales y extraordinarias, y a un análisis de pronósticos impreciso, además de mostrar un menor nivel de gastos en investigación y desarrollo y menor actividad relacionada con fusiones y adquisiciones.

Los resultados de esta investigación respaldan el argumento según el cual, dada la necesidad de establecer un mayor consenso en juntas de gran tamaño, las decisiones de este tipo de juntas son menos riesgosas, lo que conduce a un desempeño corporativo menos extremo. Por lo tanto,

Ed. CESA. V rev.

la predilección por este tipo de juntas puede darse cuando los accionistas son adversos al riesgo, y esperan una mayor discusión para tomar decisiones empresariales estratégicas. Sin embargo, los propietarios más inclinados al riesgo pueden preferir las juntas de tamaño moderado, con discusiones concisas que lleven a acciones más extremas y a un mayor potencial de generación de valor.

Boone et al. (2007) también contribuyen al debate relacionado con el tamaño de las juntas. Los autores centran su atención en estos órganos de gobierno debido a que debido a que son el foco de varios intentos por mejorar el gobierno corporativo a nivel empresarial. Sin embargo, a pesar de su importancia los economistas financieros han alcanzado pocas conclusiones definitivas relacionadas con las fuerzas que determinan el tamaño y la composición de las juntas.

El artículo de Boone y sus colaboradores (2007) estudia de manera empírica estas fuerzas, y para ello, plantean tres hipótesis que recogen los planteamientos teóricos relacionados. La primera hipótesis sugiere que la estructura de la junta directiva está determinada por la complejidad de las operaciones de la empresa, lo que implica que las empresas más complejas requieren juntas directivas más grandes e independientes. La segunda hipótesis plantea que el tamaño y la composición de las juntas están determinados por el tipo de negocio y la información disponible en el entorno de la empresa, lo cual puede llevar a que las empresas que requieren mayor supervisión cuenten con juntas directivas más grandes. Y la tercera hipótesis sugiere que la composición de la junta resulta de una negociación entre el gerente y los miembros externos de la empresa, por lo que los gerentes más poderosos conducen a la existencia de juntas directivas menos

Ed. CESA. V rev.

independientes. Boone et al. (2007), presentan una revisión completa de la literatura que respalda cada uno de estos argumentos.

Estas hipótesis generan predicciones contrastables de manera empírica, y para ello, los autores utilizan una base de datos conformada por 1.019 empresas que emitieron acciones entre 1988 y 1992, a las que les hicieron seguimiento por un periodo de 10 años. Los autores aclaran que los datos de su estudio se diferencian de los anteriores porque se concentran en empresas jóvenes, lo cual genera ventajas como la exploración de un segmento empresarial poco estudiado, además de evaluar la evolución de las juntas a medida que la empresa madura.

Los resultados respaldan, al menos parcialmente, las tres hipótesis, las cuales no son mutuamente excluyentes. Por ejemplo, en relación con la primera hipótesis, los autores encuentran una relación positiva entre las medidas relacionadas con el alcance y la complejidad de las operaciones de la empresa, y el tamaño y la proporción de miembros independientes. Es decir, empresas más antiguas, más grandes e involucradas en diferentes negocios, cuentan con juntas más grandes e independientes. Respecto de la segunda hipótesis, bajo la cual una necesidad de mayor supervisión implica juntas directivas más grandes e independientes, los autores encuentran que el tamaño de la junta directiva incrementa con condiciones en las que los internos pueden obtener beneficios privados, afectando a los accionistas externos, especialmente los minoritarios, y por ende, situaciones que requieren mayor supervisión. Finalmente, en relación con la tercera hipótesis, los autores encuentran que la proporción de externos en la junta está inversamente relacionada con el poder del gerente, medido por su participación en la propiedad de la empresa o su permanencia en el cargo. Además,

Ed. CESA. V rev.

la independencia de la junta aumenta cuando algunas condiciones afectan el poder del gerente; por ejemplo, cuando los directores externos tienen participaciones importantes de capital, o existe un *venture capitalist* (inversionista externo) que financia las operaciones de la empresa.

En general, Boone y sus colaboradores aseguran que el estudio demuestra que el tamaño de la junta, e incluso su composición, varía entre las empresas y cambia con el tiempo, al adaptarse a las necesidades de crecimiento y supervisión de la firma, y con el poder que ostenta la gerencia.

4.5. Juntas Atrincheradas

La literatura de gobierno corporativo ha abordado el tema de atrincheramiento, el cual se presenta cuando los directores o gerentes cuentan con mecanismos que los aíslan de la disciplina del mercado y que les garantizan, por lo menos hasta cierto punto, conservar sus trabajos y los beneficios derivados de los mismos. Bebchuk y Cohen (2005) abordan el atrincheramiento de las juntas como un factor que puede afectar su desempeño y el impacto que tienen sobre el valor de las empresas. Los autores resaltan el debate sobre las bondades y desventajas de proteger las juntas de empresas listadas en bolsa de la posibilidad de ser removidas por los accionistas. Por una parte, la posibilidad de remover a los directores de sus cargos puede reducir la probabilidad de que no trabajen, se dediquen a la obtención de beneficios privados o tomen decisiones inapropiadas. Sin embargo, esta misma amenaza puede originar un sesgo a favor de decisiones gerenciales de corto plazo, y reducir el poder de los directores afectando sus funciones.

Ed. CESA. V rev.

Para contribuir en este debate, Bebchuk y Cohen (2005) estudian empresas de Estados Unidos con juntas directivas atrincheradas, denominadas *staggered boards* o juntas clasificadas. La mayoría de empresas listadas en la Bolsa de Valores de Nueva York cuenta con este tipo de juntas, en las cuales cada director es clasificado en una categoría (entre tres opciones), y cada año los accionistas deciden sobre la continuidad o el reemplazo de los directores pertenecientes a una sola categoría. Por lo tanto, si los directores son clasificados en tres categorías, remover la totalidad de la junta tarda por lo menos tres años, lo cual dificulta obtener el control de la empresa. Los inversionistas institucionales cada vez expresan mayor desacuerdo con este tipo de juntas. Desde los años noventa, los accionistas se han mostrado reacios a aprobar el establecimiento de juntas clasificadas y por el contrario, han aprobado resoluciones que sugieren u ordenan desmontar esta modalidad de atrincheramiento en las juntas de sus empresas.

Bebchuk y Cohen (2005) estudian la relación existente entre las juntas clasificadas y el valor de las empresas a partir de una muestra de más de 1.400 empresas en el periodo de 1995-2002. Los autores encuentran que este tipo de juntas está asociado a una reducción significativa del valor de las empresas. Además, la relación negativa entre el valor de las empresas y este tipo de órganos de gobierno es mayor cuando el atrincheramiento de la junta ha sido incluido en la minuta de constitución de la empresa, la cual no puede ser modificada por los accionistas; en comparación cuando esta situación ha sido creada por decisión de los accionistas en una asamblea pasada y puede ser modificada en una nueva asamblea. Estos resultados sugieren que los beneficios derivados de la estabilidad ofrecida a los directores, relacionados con un enfoque de largo plazo y mayor poder en

Ed. CESA. V rev.

la toma de decisiones, son contrarrestados por los costos de atrincheramiento, reflejados en un incremento en los costos de agencia.

El trabajo de Faleye (2007) también estudia el atrincheramiento, al analizar un grupo de compañías estadounidenses en 2003, las cuales enfrentaron el inconformismo de sus accionistas en relación con las juntas clasificadas, y durante las asambleas generales de accionistas de varias de ellas se aprobaron propuestas para desclasificar las juntas y elegir anualmente a todos los directores. Para Faleye (2007), la elección de los directores es uno de los mecanismos de participación más comunes que tienen los accionistas en la administración de la empresa. Esto genera una supervisión efectiva y les permite cada año conservar los directores exitosos y prescindir de aquellos poco eficientes. Además, ante cambios en la composición accionaria que alteren el control corporativo, las juntas directivas pueden ser reemplazadas en su totalidad cuando las elecciones de sus miembros constituyentes se llevan a cabo anualmente. Sin embargo, la mayoría de corporaciones en Estados Unidos cuentan con juntas clasificadas.

Faleye (2007) asegura que quienes proponen la existencia de este tipo de juntas están a favor de su estabilidad y su continuidad, para crear valor en la empresa. Además, el incremento en la independencia de la junta favorece esta medida, pues los directores no buscan que el equipo gerencial los nomine anualmente para reelección en sus puestos. Por otra parte, los mejores directores en el mercado pueden verse atraídos por este tipo de atrincheramiento, si desean evitar la reelección anual y buscan mayor estabilidad en sus posiciones. Faleye (2007) resalta el trabajo de Bebchuk y Cohen (2005), discutido previamente, en el cual se encuentra una relación negativa entre las juntas clasificadas y el valor de la empresa.

Ed. CESA. V rev.

Lo anterior genera varios cuestionamientos que dan el punto de partida para el trabajo de Faleye (2007): ¿Las juntas clasificadas o *staggered boards* son inapropiadas para todas las empresas, o existen algunas que se beneficien de estas? ¿Este tipo de elección genera estabilidad en el cargo de director y una cultura inclinada hacia la planeación de largo plazo? ¿Por qué y cómo las juntas clasificadas afectan el valor de la empresa? Para responder a estas preguntas el autor utiliza una muestra de un poco más de 2.000 empresas, de las cuales 1.000 cuentan con juntas directivas clasificadas, y las analiza para el periodo comprendido entre 1995 y 2002.

Los resultados de Faleye (2007) contribuyen con respuestas a los tres interrogantes mencionados. Primero, para determinar si las juntas clasificadas son apropiadas para determinado tipo de empresas, el autor se enfoca en aquellas para las cuales se sugiere que este tipo de juntas son benéficas, es decir, para empresas con operaciones relativamente complejas. Ante esto, el autor no encuentra evidencia de un efecto positivo sobre el valor de las empresas complejas, sin importar las formas de evaluar la complejidad de las firmas. Luego, para evaluar si este tipo de juntas otorga estabilidad a los directores, Faleye (2007) analiza las tasas de rotación de los directores de estos órganos de gobierno y los compara con aquellos en los cuales la elección se realiza anualmente. Sus hallazgos sugieren que la rotación de directores es similar, lo que implica que los miembros de juntas directivas, atrincheradas o no, tienen periodos similares de permanencia, pero en las juntas clasificadas están aislados de la disciplina del mercado.

Faleye (2007) busca describir la manera en que las juntas clasificadas destruyen valor. Luego de varios análisis, el autor encuentra que este tipo

Ed. CESA. V rev.

de juntas reduce la probabilidad de una rotación involuntaria en los cargos gerenciales y afecta la sensibilidad de la rotación del gerente ante un desempeño pobre de la empresa. Según esto, la destrucción de valor que ocasiona este tipo de juntas, se debe al aislamiento que estas otorgan a la alta dirección de la disciplina del mercado, además de una reducción en la rendición de cuentas que hace la junta directiva a los accionistas. Sus resultados sugieren que las juntas clasificadas están al servicio de los gerentes y no de los accionistas, y los directores se benefician de la colusión que realizan con el gerente para conservar sus posiciones.

A pesar de estos argumentos en contra de las *staggered boards,* Bates, Becher y Lemmon (2008) encuentran evidencia que sugiere que las juntas clasificadas no son un mecanismo que evita la toma de control de las empresas mal administradas, y tampoco facilitan el atrincheramiento gerencial. Bates y sus colaboradores (2008) acuden a artículos y estudios previos que aseguran que las juntas clasificadas aíslan a las empresas de la disciplina del mercado, y afirman que las investigaciones que han encontrado una relación negativa entre las juntas clasificadas y el valor de la empresa, suponen que lo anterior se debe a que este tipo de juntas genera problemas y costos de agencia al permitir el atrincheramiento de directores y gerentes con desempeño pobre. Sin embargo, según los autores, ninguno de estos artículos estudia la relación entre las juntas clasificadas y el mercado por el control corporativo en Estados Unidos. Es decir, ninguno evalúa si efectivamente las juntas clasificadas afectan la toma del control de empresas con desempeño pobre y mal administradas.

Los hallazgos de Bates et al. (2008) muestran que empresas con juntas clasificadas son adquiridas a tasas similares a las de las empresas que

Ed. CESA. V rev.

no cuentan con este tipo de juntas. Esto demuestra que la existencia de juntas clasificadas no evita la toma del control de las empresas. Además, los autores analizan si los gerentes de empresas con este tipo de juntas se favorecen de las condiciones bajo las cuales se llevan a cabo las operaciones para el cambio del accionista controlante. Los resultados muestran que los gerentes permanecen en la empresa como gerentes o directores, luego de los cambios en el control corporativo con la misma probabilidad independientemente de si la junta es clasificada o no. Por otra parte, los accionistas de las empresas con juntas clasificadas y adquiridas, reciben retornos similares a los de empresas con otro tipo de juntas. En general, la evidencia sugiere que las juntas clasificadas no generan un atrincheramiento gerencial.

Por otra parte, los autores analizan si las juntas clasificadas afectan la probabilidad de los cambios en el control corporativo. Según la muestra, este tipo de juntas reduce en un 1% la probabilidad de que los accionistas de empresas con juntas clasificadas reciban una oferta de compra sobre sus acciones. Esto permite inferir que la disuasión es la manera en que las juntas clasificadas afectan la exposición de las empresas a la disciplina del mercado. En general, los resultados sugieren que las juntas clasificadas reducen la probabilidad de que los accionistas de empresas pobremente administradas reciban ofertas por parte de otros inversionistas en el mercado, sin embargo, una vez que la oferta ha sido realizada, este tipo de juntas no altera los resultados luego de la transacción de compra.

Ed. CESA. V rev.

4.6. Activismo de los Accionistas

Otro factor que puede incidir en el buen funcionamiento de las juntas directivas está representado por el activismo que pueden llevar a cabo los accionistas. Del Guercio, Seery y Woidtke (2008) se interesan por entender la influencia que ejerce el activismo de los accionistas sobre la estructura de gobierno corporativo y la valoración de las empresas. Estudios previos evalúan la efectividad de las propuestas que son llevadas por los accionistas a votación en las asambleas generales, y en general son débiles y poco efectivas para generar cambios y mejorar el desempeño de las empresas. Por ejemplo, no se encuentra evidencia de que los accionistas logren influenciar a la junta para despedir a gerentes ante desempeños financieros pobres en las empresas. Los autores estudian una herramienta diferente relacionada con el activismo de los accionistas, que denominan *"just vote no" campaigns* o campañas que alientan a "votar no".

Del Guercio y sus colaboradores (2008) definen las *"Just vote no" campaigns* como intentos organizados por activistas para convencer a los demás accionistas de retirar el voto de apoyo a uno o más directores (miembros de la junta) para manifestar ante la junta directiva su insatisfacción. Lo anterior se lleva a cabo por medio de cartas, comunicados de prensa o correos y comunicaciones a través de internet. Los autores aseguran que el potencial éxito de una campaña de este estilo puede generar suficiente publicidad negativa para inducir a los miembros de la junta directiva a actuar voluntariamente a favor de los accionistas. Debido a que los directores valoran su reputación como supervisores, están dispuestos a negociar con los accionistas y a tomar acciones que los favorezcan para evitar votos negativos, o muestras de desconfianza. Por lo tanto, una campaña que

Ed. CESA. V rev.

afecta directamente a los directores es más efectiva que una propuesta en la asamblea general de accionistas, debido a que los miembros de la junta desean evitar la vergüenza pública y el daño que esto puede causar sobre su reputación.

Sin embargo, los autores afirman que algunos accionistas activistas creen que los miembros de junta no tomarán acciones bajo este tipo de presión a menos que sea mandatorio por ley. Bajo esta creencia, las *Just vote no campaigns* son igual de inefectivas que las propuestas que los accionistas deciden llevar a las asambleas. En una corporación con propiedad dispersa, solo se necesitan unos cuantos votos para elegir un director, así que, aunque la mayoría se abstenga de ofrecerle apoyo a un miembro de junta, es posible que siga ejerciendo su posición.

Del Guercio et al. (2008) analizan la efectividad de las *just vote no campaigns*, a través de medidas de éxito del activismo por parte de los accionistas, como los efectos sobre el desempeño de la empresa y el despido o la rotación de gerentes que han llevado a las empresas a un desempeño financiero pobre, decisión que debe ser tomada por la junta. Los autores analizan 112 campañas que alentaron a "votar no" y que se llevaron a cabo entre 1990 y 2003, y encuentran que estas acciones generalmente son ejecutadas por accionistas institucionales (y no personas naturales), ante el desempeño financiero pobre de grandes empresas. Los objetivos son diversos: desde expresar insatisfacción por el desempeño financiero o las decisiones estratégicas de la junta o la alta gerencia, hasta remover miembros internos de los comités de compensación.

El hallazgo más importante de Del Guercio y sus colaboradores (2008), es que este tipo de campañas, a diferencia de las propuestas de los accionistas

Ed. CESA. V rev.

para votación en la asamblea, son efectivas porque incentivan a las juntas a actuar a favor de lo que esperan los accionistas. Las empresas que son objetivo de estas campañas muestran incrementos relevantes en su desempeño financiero. Además, el 25% de estas empresas decide remover a sus gerentes en el siguiente año, una tasa elevada en comparación con la que encuentran los autores en empresas con similar desempeño financiero pero que no son objeto de estas campañas, en donde la rotación se presenta tan solo en el 7.5% de las firmas. Además, los autores aseguran que la mejoría en el desempeño financiero está relacionada con las campañas que cuestionan las decisiones estratégicas de las juntas directivas y la alta gerencia de las empresas. En general, este estudio demuestra que el activismo de los accionistas puede ser efectivo, dado que genera disciplina en las juntas directivas y los gerentes, y motiva a los directores a actuar en favor de los propietarios.

4.7. Directores Externos Autointeresados

Como hemos discutido previamente, la preocupación por una mejor asesoría y supervisión por parte de los miembros de junta directiva, ha llevado a los reguladores a exigir de los directores un mayor nivel de independencia y formación. Sin embargo, los intereses de los directores externos y expertos no necesariamente favorecen a los accionistas, y su asesoría puede verse influenciada por objetivos particulares sobre los del colectivo de propietarios de la empresa.

Güner, Malmendier y Tate (2008) analizan las consecuencias de la presión que ejercen los reguladores para vincular expertos en finanzas

Ed. CESA. V rev.

como miembros de las juntas directivas. Esta presión parte del supuesto de que un mayor conocimiento en este campo necesariamente implica una mejor supervisión a favor de los accionistas. Sin embargo, este tipo de directores puede afectar las políticas de la empresa no solo logrando unos estados financieros mejor elaborados y una mejor auditoría. Si los directores externos y expertos en finanzas tienen vínculos con instituciones financieras, pueden intentar favorecer estas últimas en lugar de los accionistas a los que representan.

Güner et al. (2008) analizan decisiones relacionadas con la inversión interna en activos fijos e inversión externa a través de operaciones de fusiones o adquisiciones en una muestra de 282 empresas por un periodo de 14 años. El estudio contrasta dos hipótesis contrarias. La primera parte de teorías bajo las cuales las asimetrías de información entre los bancos y las empresas hacen que las últimas no siempre puedan acceder a financiación, incluso si cuentan con proyectos que agreguen valor a las empresas. Bajo este escenario, contar con un director afiliado a una entidad financiera puede llevar a que las empresas que cuentan con oportunidades de inversión estén en capacidad de financiarlas. La información que reciben los directores en el cumplimiento de sus funciones reduciría las asimetrías de información entre la empresa y el banco, y le permitiría a este identificar proyectos valiosos con necesidad de financiación. La segunda hipótesis parte de un escenario bajo el cual el banco desembolsa créditos para la empresa sin agregar valor ni favorecer a los accionistas. Los préstamos que el banco otorgue a empresas con bajo riesgo de incumplimiento incrementan las utilidades de la entidad financiera, incluso si no son necesarios para financiar oportunidades de inversión.

Ed. CESA. V rev.

Los hallazgos de Güner et al. (2008) se pueden sintetizar en tres puntos específicos. Primero, cuando individuos vinculados a bancos comerciales llegan a las juntas directivas, las empresas obtienen un mayor nivel de financiación. Segundo, las firmas con una buena calificación de riesgo crediticio y bajas probabilidades de caer en incumplimiento o estrés financiero, obtienen un incremento en la deuda. Y tercero, las empresas que reciben la financiación cuentan con baja rentabilidad y las peores oportunidades de inversión. Además, las empresas con directores vinculados a la banca de inversión, realizan adquisiciones de bajo desempeño, y realizan mayores emisiones de bonos.

La evidencia sugiere que los conflictos de intereses que afrontan estos directores afectan la riqueza de los accionistas, y que los directores vinculados a la banca comercial y de inversión prefieren favorecer las empresas a las que pertenecen antes que a los accionistas a los que representan. Esto sugiere la importancia de escoger directores externos que no tengan potenciales conflictos de interés al ejercer labores de asesoría y supervisión como miembros de la junta.

Ed. CESA. V rev.

5. Evidencia Empírica de las Juntas Directivas en Colombia

En este capítulo ofrecemos un análisis estadístico y econométrico de las juntas directivas en Colombia, que le permite al lector lograr una mayor comprensión de las discusiones teóricas de los capítulos anteriores en el contexto colombiano y formarse una idea del estado actual de las juntas directivas en nuestro país. La base de datos utilizada para este análisis fue creada por María Andrea Trujillo y Alexander Guzmán, coautores de este libro, para el desarrollo de sus tesis doctorales, las cuales fueron aprobadas en 2011. Aunque la base de datos pretendía analizar el efecto del involucramiento familiar en el gobierno corporativo y las decisiones financieras de empresas colombianas[5], su profundidad permite un análisis de las juntas directivas en Colombia.

5.1. Base de Datos y Variables Utilizadas[6]

5.1.1. Descripción de la base de datos

Para la construcción de la muestra utilizada en este capítulo se tuvieron en cuenta las características propias de la economía colombiana, como la presencia de grupos económicos y la financiación de las empresas primordialmente con capital privado y a través de los créditos otorgados

5 Los artículos derivados de estas tesis doctorales ya publicados son los de González et al. (2012, 2013, 2014, y 2015).

6 La descripción de la base de datos y las variables utilizadas se toman de las tesis no publicadas de Guzmán (2011) y Trujillo (2011).

Ed. CESA. V rev.

por el sector financiero. El desarrollo económico colombiano ha estado influenciado por grupos empresariales como el Grupo Empresarial Antioqueño – GEA, Santo Domingo, Ardila Lulle, Carvajal, entre otros.

La base de datos cuenta con 473 empresas afiliadas a 28 grupos económicos y 50 no afiliadas, para un total de 523 empresas. Esto permite analizar la composición de las juntas directivas y su impacto sobre decisiones financieras en las empresas dentro de un grupo económico. El periodo de estudio comprende los años entre 1996 y 2006, sobre los cuales se recopiló información financiera, de involucramiento familiar en la propiedad, la gerencia, el control piramidal y la junta directiva; información relacionada con las juntas directivas, las personas naturales o jurídicas encargadas de la revisoría fiscal, principales accionistas, y variables idiosincrásicas de las empresas. En total existen 5.094 observaciones para cada una de las variables involucradas en el estudio. En la **Tabla 1** se muestra la distribución de estas observaciones por grupo económico y por año. Es necesario señalar que durante el periodo de estudio se liquidan unas firmas y se crean otras nuevas, por lo que en ningún año aparecen las 523 observaciones-empresa en la tabla 1.

De las 523 firmas que conforman la muestra, tan solo aproximadamente el 20% ha emitido acciones o títulos valores de renta fija y están inscritas en el Registro Nacional de Valores e Intermediarios – RNVI o lo han estado, lo cual implica una mayor revelación de la información por requerimientos de la Superintendencia Financiera – SFIN. Por lo tanto, la mayoría de empresas de la muestra no ha transado en bolsa y reporta de manera discrecional información a la Superintendencia de Sociedades – SSOC. En esta muestra no se tienen en cuenta empresas del sector financiero debido a que no son comparables con las empresas involucradas en otros sectores económicos.

Ed. CESA. V rev.

Tabla 1. Empresas que Conforman la Muestra por Grupo Económico y por Año

A continuación se listan las observaciones por empresa que conforman la base de datos, discriminado la información por grupo económico y por año. De igual

NOMBRE DEL GRUPO	1996	1997	1998	1999	2000
Ardila Lulle	61	63	64	64	65
Carvajal	32	32	33	35	36
Colombina	13	15	17	17	16
Conconcreto	4	4	4	4	4
Corona	21	21	21	21	16
Diamante Cemex	12	12	12	11	11
GEA	86	90	91	92	93
Manuelita - Eder	20	21	21	21	20
Mayaguez - Diaco	23	23	25	23	23
Mundial	18	18	18	18	18
Sanford	6	6	6	6	6
Santodomingo	50	54	54	53	51
El Tiempo	13	14	14	16	18
Lloreda	4	4	4	4	4
La Cabaña	5	5	5	5	5
Quantum	6	6	6	6	6
Chaineme	2	2	2	3	2
Terpel	6	6	6	6	6
Char	3	3	3	3	3
Agropecuaria	6	6	6	6	6
Tecnoquimicas	1	1	1	1	1
Fibratolima	4	4	4	4	4
Globo	2	2	2	2	2
Saldarriaga	2	2	2	2	2
Harivalle	1	1	1	1	1
Valores Industriales	3	3	3	3	3
Familia	3	4	4	4	4
Mazuera	6	6	6	6	6
No afiliadas	52	52	52	53	53
TOTAL	**465**	**480**	**487**	**490**	**485**

Fuentes: Superintendencia de Sociedades de Colombia, BPR Benchmark, Registro Único Empresarial (RUE), Confederación Colombiana de Cámaras de Comercio (Comfe-

Ed. CESA. V rev.

manera, se muestra la información de las observaciones de empresas sin afiliación a grupo económico.

2001	2002	2003	2004	2005	2006	TOTAL
64	63	63	58	58	54	677
37	37	36	35	33	33	379
16	16	16	16	16	16	174
4	4	4	3	3	3	41
15	15	15	15	15	14	189
8	8	8	8	7	7	104
90	88	86	83	76	71	946
20	21	18	20	20	20	222
23	21	22	22	21	19	245
18	18	18	18	18	17	197
6	6	6	6	6	6	66
51	50	47	45	44	41	540
18	18	16	15	15	14	171
4	3	3	3	3	3	39
5	5	5	5	5	5	55
6	6	6	6	6	6	66
2	2	2	2	2	2	23
6	6	6	6	6	6	66
3	3	3	3	3	2	32
6	0	0	0	0	0	36
1	1	1	1	1	1	11
4	4	4	4	3	3	42
2	2	2	2	2	2	22
2	2	2	2	2	2	22
1	1	1	1	1	1	11
3	3	3	3	3	3	33
4	4	4	4	4	4	43
6	7	7	6	6	6	68
53	53	53	51	51	51	574
478	**467**	**457**	**443**	**430**	**412**	**5094**

cámaras), Registro Nacional de Valores e Intermediarios (RNVI), Superintendencia Financiera de Colombia, Bolsa de Valores de Colombia y Gutiérrez y Pombo (2009).

Ed. CESA. V rev.

Las fuentes de información utilizadas en la creación de la muestra son diversas. Corresponden a reportes de las empresas ante la Superintendencia Financiera y a la Superintendencia de Sociedades. Sin embargo, dado que la información de las empresas que recibe la Superintendencia de Sociedades se reporta de manera discrecional, se hizo necesario realizar un proceso de validación y complementación de la información. Para ello se acudió a diversas fuentes. Se consultaron los registros históricos de las Cámaras de Comercio en relación con el nombramiento de miembros de juntas directivas, representantes legales y revisores fiscales. Debido a que esta información no se encuentra centralizada, fue necesario acudir a varias ciudades del país, como Bogotá, Cali, Medellín, Bucaramanga, Cartagena, Santa Marta, Barranquilla, entre otras. En este proceso se contó con la colaboración de Confecámaras (Confederación Colombiana de Cámaras de Comercio).

Tabla 2. Clasificación de las Empresas que Conforman la Muestra en Categorías Industriales

A continuación se lista el número de empresas que conforman la base de datos clasificadas en once categorías industriales de acuerdo con la Clasificación Industrial Internacional

DESCRIPCIÓN DE LA CATEGORÍA INDUSTRIAL		1996	1997	1998	1999
A	Agricultura, ganadería, caza y silvicultura	35	35	35	35
B	Explotación de minas y canteras	8	8	8	8
C	Industrias manufactureras	200	204	204	205
D	Suministro de electricidad, gas y agua	1	1	1	1
E	Construcción	20	20	20	20
F	Comercio	52	54	54	56
G	Hoteles y restaurantes	2	2	2	2
H	Transporte, comunicaciones	13	14	14	12
I	Intermediación financiera	88	95	101	101
J	Actividades inmobiliarias, empresariales	40	41	42	43
K	Servicios sociales y de salud	6	6	6	7
Total		**465**	**480**	**487**	**490**

Fuentes: Superintendencia de Sociedades de Colombia, BPR Benchmark, Registro Único Empresarial (RUE), Confederación Colombiana de Cámaras de Comercio (Comfecámaras), Registro Nacional de Valores e Intermediarios (RNVI), Superintendencia

Ed. CESA. V rev.

Además, se buscó información en las páginas web de algunas empresas de la muestra, así como en el Registro Único Empresarial – RUE, organismo adscrito a Confecámaras, la base de datos BPR Benchmark, las minutas de las asambleas generales de accionistas recopiladas por la Superintendencia Financiera, y los reportes anuales de las juntas directivas de las empresas listadas en la Bolsa de Valores de Colombia. La información de propiedad fue proporcionada por Gutiérrez y Pombo (2009).

Las empresas que conforman la muestra pertenecen a 61 subsectores económicos de la clasificación ofrecida por la Superintendencia de Sociedades. Sin embargo, para ajustar los indicadores financieros al sector al que pertenecen las empresas, se decidió agrupar los subsectores económicos en once categorías industriales, de acuerdo con la Clasificación Industrial Internacional Uniforme – CIIU de dos dígitos, tal como se muestra en la tabla 2.

Uniforme – CIIU de dos dígitos. En estas categorías están agrupados 61 subsectores económicos de la Superintendencia de Sociedades – SSOC que conforman la muestra.

2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	TOTAL
34	34	28	26	26	26	24	338
8	7	6	6	6	6	6	77
201	202	197	193	187	177	170	2140
1	1	1	1	1	1	0	10
19	17	16	15	14	14	13	188
55	55	54	50	48	48	47	573
2	2	2	2	2	2	2	22
12	12	11	12	11	11	11	133
102	99	104	104	105	102	98	1099
44	42	41	41	36	36	35	441
7	7	7	7	7	7	6	73
485	**478**	**467**	**457**	**443**	**430**	**412**	**5094**

Financiera de Colombia, Bolsa de Valores de Colombia, y Clasificación Industrial Internacional Uniforme (CIIU).

Ed. CESA. V rev.

Dentro de estas categorías industriales se encuentra la denominada "Intermediación Financiera", con 1.099 observaciones durante el periodo en estudio. Es necesario aclarar que estas son sociedades de inversión cerradas, que no pertenecen al sector financiero, son vigiladas por la Superintendencia de Sociedades y regularmente son conformadas por familias en Colombia para mantener el control sobre las empresas que conforman sus grupos económicos y conservar sus estructuras de propiedad cruzada.

Todo lo anterior permitió construir una base de datos que cuenta con más de 100 variables por empresa-año, en un panel desbalanceado debido a que, como se aclaró anteriormente, algunas de las empresas se fundaron o se liquidaron durante el periodo en estudio. Hasta donde llega el conocimiento de los autores, no existen estudios publicados sobre países en América Latina con una base de datos tan detallada, que incluya en su mayoría empresas que no cotizan en bolsa, por lo que puede considerarse un factor diferenciador para el estudio del gobierno corporativo en la región.

5.1.2. Variables de junta directiva y gobierno corporativo

La base de datos permite la construcción de diferentes variables relacionadas con las juntas directivas y otras medidas de gobierno corporativo. Específicamente, se formuló el Tamaño de la junta como el número total de miembros principales y suplentes. Se calcula además el porcentaje de mujeres (*Mujeres en la junta directiva [%]*) y de extranjeros (*Extranjeros en la junta directiva [%]*) como variables que miden la diversidad de las juntas. La variable *Directores externos [%]* sirve como una medida de independencia.

Ed. CESA. V rev.

La información obtenida de la SSOC, la SFIN y las cámaras de comercio, no especifica si el miembro de la junta directiva puede ser considerado o no como director externo. Por lo tanto, la identificación de un director externo se hace a partir de criterios estipulados en la legislación internacional o usados por organismos multilaterales. Específicamente, un director externo es un miembro de junta que no ha sido gerente de la empresa, no ha dirigido una empresa del mismo grupo económico, no ocupa un puesto en la junta directiva de una empresa relacionada y no tiene vínculos con la familia fundadora.

La rotación de la junta directiva se mide como el número y el porcentaje de miembros que no continua en la junta de un año a otro y la *reputación de la junta directiva* se mide como el número total de puestos ocupados por los directores en juntas directivas de otras empresas sobre el tamaño de la junta. La variable directores ocupados corresponde al número total de directores de una empresa que tienen más de dos puestos en la junta directiva. Por otra parte, se realizan varios cálculos de *interloks* o vínculos de los directores y el gerente que pueden afectar el funcionamiento de la junta. Específicamente, se miden los *interlocks* de la junta al interior del grupo económico como el total de puestos ocupados por los miembros de la junta directiva en las juntas directivas de otras empresas del mismo grupo, los *interlocks* de la junta fuera del grupo económico como el total de puestos ocupados por los miembros de la junta directiva en las juntas directivas de empresas pertenecientes a otros grupos económicos, y los *interlocks* recíprocos del gerente equivalentes al número de veces que el gerente de una empresa ocupa un puesto en la junta directiva de otra empresa cuyo gerente también pertenece a la junta directiva de la primera.

Ed. CESA. V rev.

Además se incorporan variables para medir las prácticas de buen gobierno: la *presencia del gerente en la junta* (que toma el valor de uno si el gerente tiene puesto en la junta directiva), la *rotación del gerente* (que toma el valor de uno cuando hay un cambio en el gerente para cada empresa) y la presencia de una *firma de auditoría* (que toma el valor de uno si la revisoría fiscal es llevada a cabo por una empresa).

5.1.3. Variables de involucramiento familiar

Debido a la predominancia de la presencia familiar en las empresas colombianas, y sus implicaciones sobre los resultados financieros y las decisiones corporativas, no es posible medir el impacto de las características de las juntas colombianas en las empresas sin controlar por los diferentes tipos de involucramiento familiar.

Para medir el involucramiento de la familia en la gerencia, la variable *dummy* Gerente Familiar toma el valor de 1 si el cargo de gerente es ocupado por un miembro de la familia fundadora y 0 en otros casos. Además, se consideran dos variables *dummy* adicionales, si el gerente familiar es el fundador de la empresa (*Gerente Fundador*) o si es uno de sus herederos (*Gerente Heredero*). Por otra parte, para evaluar el involucramiento de la familia en la propiedad, se crea la variable *dummy Propiedad Familiar* que toma el valor de 1 cuando el conjunto familiar es el accionista mayoritario.

En Colombia, como en otras partes del mundo, las familias frecuentemente utilizan esquemas piramidales para ejercer control sobre una amplia red de empresas. Por lo tanto, la definición de control familiar

Ed. CESA. V rev.

indirecto toma en cuenta la utilización de esquemas piramidales como medios para separar la propiedad del control. Analizar la cadena de propiedad de las empresas de la muestra permite identificar si la familia es el último accionista controlante. Por ejemplo, en 2002 el accionista controlante de *Distribuidora Los Coches de la Sabana*, uno de los principales concesionarios de vehículos en Colombia, era Heraga (con un 48% de participación accionaria), un fondo de inversión cuyo accionista mayoritario es *Inversiones Carbe* (con un 42% de participación accionaria). El accionista mayoritario de esta firma de inversión es Carlos Ardila Lülle, con un 49% de participación accionaria. Por lo tanto, en este estudio se considera que Carlos Ardila y su familia tienen un control indirecto (piramidal) sobre *Distribuidora Los Coches de la Sabana* en el año 2002.

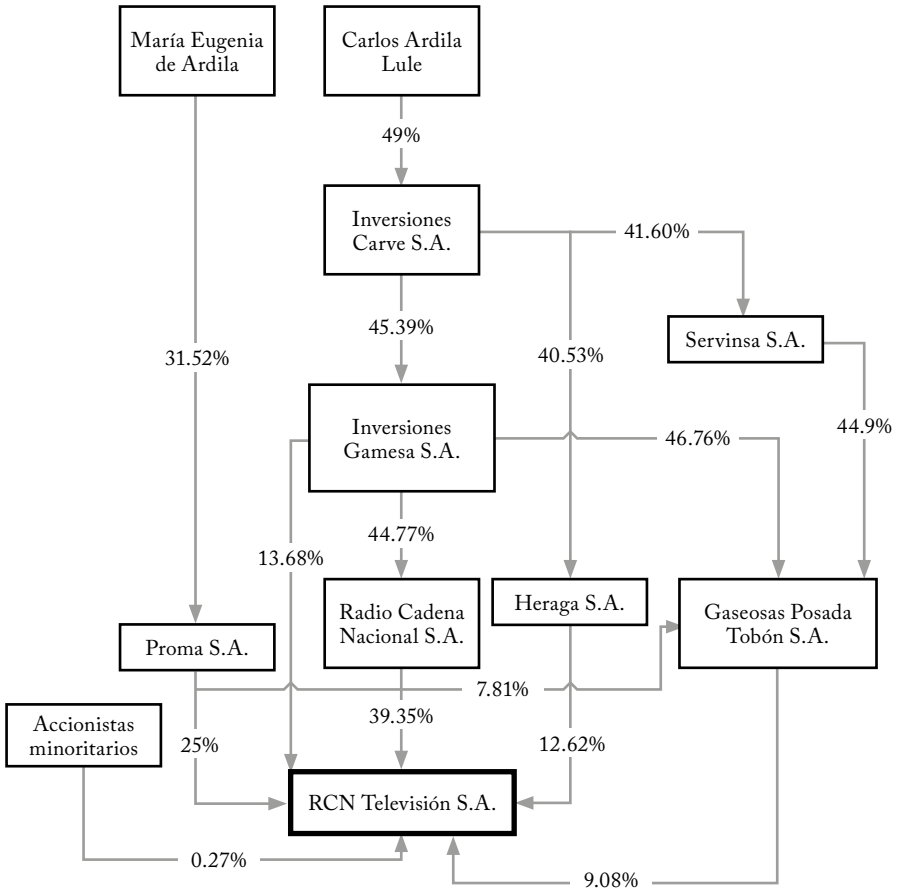
La Figura 2 muestra la red parcial de propiedad directa e indirecta para *RCN Televisión* en 2002. Esta empresa es uno de los pocos emisores de acciones del grupo Ardila. En la figura se evidencia el control de la familia Ardila (a través de estructuras piramidales o propiedad indirecta) sobre *RCN Televisión*. La participación de los cuatro accionistas más representativos equivale al 90.65% del total de los derechos de flujo de caja de la empresa. Estos accionistas con propiedad directa son *Radio Cadena Nacional S.A.* (39.35%), *Proma S.A.* (25%), *Inversiones Gamesa S.A.* (13.68%) y *Heraga S.A.* (12.62%). Lo anterior resalta la propiedad concentrada para este medio de comunicación en Colombia, y deja en evidencia que el control de los miembros de la familia Ardila sobre los cuatro accionistas principales a través de propiedad directa o indirecta, implica un control sobre la empresa *RCN Televisión* para el año 2002.

Ed. CESA. V rev.

Figura 2.

Red de propiedad directa e indirecta de RCN Televisión, 2002.

La figura muestra para el año 2002 la red de propiedad directa e indirecta de *RCN Televisión*, una compañía del grupo Ardila Lülle.



Fuentes: Superintendencia de Sociedades de Colombia, BPR Benchmark, Registro Único Empresarial (RUE), Confederación Colombiana de Cámaras de Comercio (Comfecámaras), Registro Nacional de Valores e Intermediarios (RNVI), Superintendencia Financiera de Colombia, Bolsa de Valores de Colombia y Gutiérrez y Pombo (2009).

Ed. CESA. V rev.

En consecuencia, para medir el involucramiento de la familia en el control de la empresa, la variable *dummy Control Familiar Indirecto* toma el valor de 1 si la familia tiene un control sobre la firma a través de estructuras piramidales, y 0 en otros casos. Para tener en cuenta el control ejercido por la familia a través de la junta directiva, se considera el porcentaje de asientos de junta directiva ocupados por miembros de la familia fundadora (*Junta directiva familiar [%]*). Finalmente, se crean dos variables *dummy* adicionales para evaluar el dominio de la familia en la junta directiva. La variable *junta directiva dominada por la familia* toma el valor de 1 cuando los asientos ocupados por los miembros de la familia fundadora son superiores al 50% del total de los asientos en la junta. Además, la variable junta directiva no dominada por la familia toma el valor de 1 cuando los directores familiares no ocupan más del 50% de los asientos en la junta directiva, pero tienen alguna participación.

5.1.4. Variables financieras y de características de la firma

Las medidas tradicionales del desempeño financiero para empresas cuyas acciones no se transan en bolsa son la *rentabilidad sobre los activos y la rentabilidad sobre los activos ajustada por industria* (ROA y AROA por sus siglas en inglés, respectivamente). Las variables financieras fueron ajustadas de acuerdo con la categoría sectorial a la que pertenece cada empresa. Para ello, se tomaron las empresas que reportan información financiera a la Superintendencia de Sociedades y que pertenecen a 61 subsectores económicos, y se clasificaron en once categorías industriales, mencionadas anteriormente (a partir de la Clasificación Industrial Internacional

Ed. CESA. V rev.

Uniforme – CIIU de dos dígitos). Una vez clasificadas las empresas, para el caso específico del desempeño financiero, se calculó el ROA por categoría industrial. Para generar el ROA ajustado para cada empresa se restó a cada observación el ROA promedio de la categoría industrial. En este estudio también se define una variable *dummy* que toma el valor de 1 cuando la empresa reporta utilidades netas positivas, denominada *dummy de utilidades*.

Para este estudio se definen dos variables endógenas relacionadas con las decisiones de dividendos en las empresas. La primera de ellas, *dummy de dividendos*, toma el valor de 1 cuando la empresa toma la decisión de pagar dividendos. La segunda variable, *razón de dividendos*, se calcula como el monto de dividendos pagados sobre el total de los activos de la empresa. Aquí, el pago de dividendos es relativo a los activos y no a las ventas de la empresa, pues algunas empresas con bajos niveles de ventas o ingresos en la muestra decretan altos niveles de dividendos. Esto sucede por diversas razones; por ejemplo, algunas empresas decretan altos niveles de dividendos en relación con los ingresos debido a que el grupo económico al que pertenecen ha decidido liquidarlas. Otra razón es que algunas empresas de la muestra son utilizadas como vehículos de inversión y esto hace que en ocasiones el nivel de dividendos sea muy superior al nivel de ingresos. De igual manera, las empresas dentro de la pirámide son utilizadas en ocasiones para reasignar recursos dentro de los grupos económicos y esto crea una discrepancia entre el monto de dividendos decretado y el nivel de ingresos.

Con respecto al nivel de endeudamiento, se definen tres variables que luego se ajustan por industria. La primera de ellas es el *endeudamiento total* como la relación entre el total de pasivos y el total de activos. Sin embargo,

Ed. CESA. V rev.

para considerar únicamente la financiación de largo plazo de la empresa se calcula el *endeudamiento de largo plazo* como la relación entre el total de pasivos de largo plazo y el total de pasivos de largo plazo más el capital. Otra medición del nivel de endeudamiento propuesta en este estudio busca reflejar la deuda con terceros que representa un costo financiero para la empresa. Por lo tanto, se define el *endeudamiento con costo financiero* como la suma de los bonos emitidos y los créditos obtenidos con bancos sobre el total de activos. Estas variables se ajustan por industria para especificaciones alternativas del modelo.

El *tamaño de la empresa* es estimado como el logaritmo natural de las ventas totales o de los activos totales de la empresa. La *edad de la firma* corresponde al número de años transcurridos desde la fecha de creación de la empresa hasta el momento del estudio. La *tangibilidad* de los activos corresponde a la suma de los inventarios y activos fijos tangibles sobre el total de activos, lo que captura el nivel de colateral de la empresa para acceder a financiación externa. Una estimación del riesgo o *volatilidad de la empresa* fue definida como la desviación estándar del margen operativo de la empresa para los tres años previos. Las *oportunidades de crecimiento* de la empresa corresponden al crecimiento real en los activos fijos o en las ventas. El *estatus de empresa listada* es una variable binaria que toma el valor de 1 cuando la empresa tiene acciones listadas en la Bolsa de Valores de Colombia. Adicionalmente, fueron incluidas dos variables asociadas con los grupos de negocios, la primera es la *afiliación a grupo*, una variable binaria que toma el valor de 1 si la empresa está afiliada a algún grupo económico, y la segunda es la *diversificación del grupo económico* calculada como el número de subsectores en los que el grupo económico posee empresas, a través del código de cuatro dígitos de la Clasificación Industrial Internacional Uniforme.

Ed. CESA. V rev.

5.1.5. Variables de propiedad, control y contestability

Las variables de propiedad y control están relacionadas con las razones de derechos de propiedad sobre derechos de voto para diferentes accionistas. Este estudio incorpora tres tipos de variables, relacionadas con los cuatro accionistas principales. El primero es la concentración de la propiedad definida como su porcentaje de propiedad o sus derechos a los flujos de caja (*Capital 1,…, Capital 4*). El segundo muestra el porcentaje de sus derechos a voto (*Votos 1,…, Votos 4*). Y el tercero, es la razón entre sus derechos de propiedad sobre sus derechos de control (*Razón de separación 1,…, Razón de separación 4*), la cual permite medir la brecha entre propiedad y control.

Las variables de *contestability* o control entre accionistas mayoritarios son tres: La primera variable es el Índice Herfindahl (*IH - concentración de votos*) que pretende medir el efecto de la concentración de los votos. Una segunda variable es el *Índice Herfindahl de diferencias*, calculado como la suma de los cuadrados de las diferencias entre la primera y segunda, la segunda y la tercera, y la tercera y la cuarta fracciones de derecho a voto, correspondientes también a los cuatro accionistas mayoritarios. Finalmente se incorpora una variable denominada *Índice de Contestability*, correspondiente a la fracción de los derechos a voto del segundo y tercer accionistas sobre la fracción de derechos a voto del accionista mayoritario. Estas variables pretenden capturar la concentración del control y el control ejercido sobre el primer accionista mayoritario por parte del segundo y tercero. La tabla 3 muestra las definiciones y el procedimiento posteriores para la construcción de las variables.

Ed. CESA. V rev.

Tabla 3. Definiciones de las Variables Calculadas para las Empresas que Conforman la Muestra

Esta tabla contiene el listado de las variables de junta directiva y del gobierno corporativo, el involucramiento familiar, las variables financieras y de las características de la firma, y las variables de propiedad, control y contestability, utilizadas en este capítulo. Todas las variables fueron calculadas para cada una de las empresas que conforman la muestra en el periodo en estudio, comprendido entre 1996 y 2006.

VARIABLES DE JUNTA DIRECTIVA Y GOBIERNO CORPORATIVO	
Tamaño de la junta	Número total de miembros de junta directiva incluyendo principales y suplentes.
Directores externos [%]	Porcentaje de miembros de junta directiva que no son o no han sido gerentes de la empresa o de empresas afiliadas al mismo grupo económico, que no ocupan puestos de junta directiva en empresas afiliadas al mismo grupo económico y que no tienen vínculos familiares con el gerente o la familia fundadora (en la medida en que la base de datos permite verificar).
Mujeres en la junta directiva [%]	Porcentaje de puestos de junta directiva ocpuados por mujeres.
Extranjeros en la junta directiva [%]	Porcentaje de puestos de junta directiva ocpuados por personas extranjeras.
Rotación de la junta directiva [#]	Número de miembros de junta directiva en el año t-1 que no continuan en la junta en el año t.
Rotación de la junta directiva [%]	Porcentaje de miembros de junta directiva en el año t-1 que no continúan en la junta en el año t.
Reputación de la junta directiva	Número total de puestos ocupados por los miembros de la junta directiva en juntas directivas de otras empresas al interior y fuera del grupo económico, sobre el tamaño de la junta directiva.
Directores ocupados	Número total de directores ocpuados. Se considera que un director adquiere la característica de ocupado cuando tiene más de dos puestos de junta directiva. La verificación se hace teniendo en cuenta las empresas de la muestra.
Interlocks de la junta al interior del grupo económico	Para una empresa i, número total de puestos ocupados por los miembros de la junta directiva en las juntas directivas de otras empresas del mismo grupo. La verificación se hace teniendo en cuenta las empresas de la muestra.
Interlocks de la junta fuera del grupo económico	Para una empresa i, número total de puestos ocupados por los miembros de la junta directiva en las juntas directivas de otras empresas pertenecientes a otros grupos económicos. La verificación se hace teniendo en cuenta las empresas de la muestra.

Ed. CESA. V rev.

Tabla 3. (*continuación*)

Interlocks recíprocos del gerente	Para una empresa i, número de veces que el gerente ocupa un puesto de junta directiva en una empresa cuyo gerente está recíprocamente sentado en la junta directiva de la empresa i.
Presencia del gerente en la junta	Variable dummy igual a 1 si el gerente de la empresa está sentado en la junta directiva, y 0 en otro caso.
Rotación del gerente	Variable dummy igual a 1 cuando hay un cambio en el gerente para cada empresa i y para cada año t, 0 en otro caso.
Firma de auditoría	Variable dummy igual a 1 si la revisoría fiscal de los estados finaniceros es realizada por una empresa, y 0 en otro caso.
VARIABLES DE INVOLUCRAMIENTO FAMILIAR	
Gerente Familiar	Variable dummy igual a 1 si el gerente de la empresa tiene los apellidos de la familia fundadora, 0 en otro caso.
Gerente Fundador	Variable dummy igual a 1 si el fundador de la empresa ocupa la posición de gerente, 0 en otro caso.
Gerente Heredero	Variable dummy igual a 1 si un heredero del fundador de la empresa ocupa la posición de gerente, 0 en otro caso.
Propiedad Familiar	Variable dummy igual a 1 si la empresa tiene una familia como el accionista mayoritario, 0 en otro caso.
Control Familiar Indirecto (Piramidal)	Variable dummy igual a 1 si la familia controla indirectamente (a través de estructuras piramidales) al accionista mayoritario de la empresa , 0 en otro caso.
Junta directiva familiar [%]	Porcentaje de miembros de junta directiva que tienen los apellidos del gerente o de la familia fundadora.
Junta directiva dominada por la familia	Variable dummy igual a 1 si la participación de miembros de la familia en la junta directiva es superior al 50%, y 0 en otro caso.
Junta directiva no dominada por la familia	Variable dummy igual a 1 si la participación de miembros de la familia en la junta directiva es inferior al 50% pero mayor a 0%, y 0 en otro caso.
VARIABLES FINANCIERAS Y DE CARACTERÍSTICAS DE LA FIRMA	
Retorno sobre Activos - *ROA*	Retorno sobre activos medido como la relación entre utilidad neta y el total de activos.
Retorno sobre Activos Ajustado por Industria - *AROA*	Retorno sobre activos ajustado por industria, medido como la diferencia entre el retorno anual de la empresa menos el retorno promedio anual de la industria para todas las firmas pertenecientes a las categorías industriales definidas.
Dummy de utilidades	Variable dummy igual a 1 cuando la empresa i reporta utilidad en el año t, 0 en otro caso.

Ed. CESA. V rev.

Tabla 3. (*continuación*)

Razón de dividendos	Cantidad de dividendos pagados sobre el total de los activos de la empresa. El monto de dividendos pagados fue tomado de los reportes de la Superintendencia de Sociedades (SSOC) para empresas listadas y no listadas en bolsa.
Dummy de dividendos	Variable dummy igual a 1 cuando la empresa i paga dividendos en el año t, 0 en otro caso.
Endeudamiento Total - *Lev1*	Medido como la relación entre el total de pasivos y el total de activos
Endeudamiento Total Ajustado por industria - *ALev1*	Endeudamiento total ajustado, medido como la razón entre el endeudamiento anual de la empresa sobre el endeudamiento promedio anual de la industria para todas las firmas pertenecientes a las categorías industriales definidas.
Endeudamiento de largo plazo - *Lev2*	Medido como la relación entre el total de pasivos de largo plazo y el total de pasivos de largo plazo más el capital
Endeudamiento de largo plazo ajustado por industria- *ALev2*	Endeudamiento de largo plazo ajustado, medido como la razón entre el endeudamiento anual de la empresa sobre el endeudamiento promedio anual de la industria para todas las firmas pertenecientes a las categorías industriales definidas.
Endeudamiento con costo financiero - *Lev3*	Medido como la suma de los bonos emitidos y los créditos obtenidos con bancos sobre el total de activos
Endeudamiento con costo financiero ajustado por industria- *ALev3*	Endeudamiento con costo financiero ajustado, medido como la razón entre el endeudamiento anual de la empresa sobre el endeudamiento promedio anual de la industria para todas las firmas pertenecientes a las categorías industriales definidas.
Edad de la firma	Número de años desde la fundación de la empresa.
Tamaño de la firma (activos)	Tamaño de la firma medido por el logaritmo natural del total de activos de la empresa.
Tamaño de la firma (ventas)	Tamaño de la firma medido por el logarítmo natural del total de ventas de la empresa
Tangibilidad	Tangibilidad de los activos medida como el total de inventarios más propiedad, planta y equipo sobre el total de activos.
Volatilidad de la firma	Riesgo de la firma (volatilidad) medido como la desviación estándar del margen operativo de la empresa para los últimos tres años.
Oportunidades de Crecimiento (activos)	Oportunidades de crecimiento de la empresa medidas como el crecimiento real en activos fijos
Oportunidades de Crecimiento (ventas)	Oportunidades de crecimiento de la empresa medidas como el crecimiento real en ventas.

Ed. CESA. V rev.

Tabla 3. (*continuación*)

Estatus de empresa listada	Variable dummy igual a 1 si la empresa tiene acciones listadas en la Bolsa de Valores de Colombia, 0 en otro caso.
Diversificación del grupo económico	Número de subsectores económicos en los que tiene empresas el grupo económico, utilizando el código de cuatro dígitos de la Clasificación Industrial Internacional Uniforme.
Dummy de afiliación a grupo	Variable dummy igual a 1 si la empresa está afiliada a algún grupo económico, 0 en otro caso.
VARIABLES DE PROPIEDAD, CONTROL Y *CONTESTABILITY*	
Capital 1-4	Porcentaje de los derechos de flujos de caja del primer, segundo, tercer y cuarto gran accionista, respectivamente.
Votos 1-4	Porcentaje de los derechos a voto del primer, segundo, tercer y cuarto gran accionista, respectivamente.
Razón de separación 1-4 (RS)	Derechos de flujo de caja sobre derechos a voto para los cuatro principales accionistas.
IH - Concentración de votos	Indice Herfindahl de concentración calculado como la suma de los cuadrados de las fracciones de derechos a voto de los primeros cuatro accionistas. $[(votos\ 1)^2 + (votos2)^2 + (votos3)^2 + (votos4)^2]$.
IH - Diferencias	Indice Herfindahl de diferencias calculado como la suma de los cuadrados de las diferencias entre la primera y segunda, la segunda y la tercera, y la tercera y la cuarta fracciones de derechos a voto: $[votos\ 1 - votos\ 2]^2 + [votos\ 2 - votos\ 3]^2 + [votos\ 3 - votos\ 4]^2$.
Indice de *Contestability*	Definido como la fracción de los derechos a voto del segundo y tercer accionistas más grandes sobre la fracción de derechos a voto del accionista mayoritario. CI = (votos2 + votos3)/votos1.

Fuente: Los autores.

Ed. CESA. V rev.

5.2. Estadística Descriptiva

A continuación se presenta una primera aproximación al análisis de las juntas directivas en Colombia a través de una observación univariada y descriptiva. La **Tabla 4** muestra el promedio y la desviación estándar de las variables de junta directiva y gobierno corporativo en los años pares entre 1996 y 2006. Además, se muestra el número de observaciones para estos años. La última columna muestra el promedio general para cada una de las variables. Los datos permiten discutir diferentes características de las juntas en nuestro país. Primero, es evidente un bajo número de directores en cada una de estas juntas. El promedio general, que no varía de manera significativa en los once años observados, es de siete directores. Teniendo en cuenta que aquí se toman principales y suplentes, las juntas tienen entre tres y cuatro miembros principales en promedio, lo que representa un bajo número comparado con los estándares internacionales, con juntas de más de cinco miembros y menos de doce (sugerencias en algunos documentos de la OCDE y CAF). Como se discutió en capítulos anteriores, el tamaño reducido de una junta puede ser contraproducente cuando las operaciones de las empresas son complejas y cuando es necesario un alto nivel de supervisión de las decisiones de la alta gerencia para evitar que los ejecutivos busquen beneficios particulares que afecten la riqueza de los accionistas.

Además, queda en evidencia un bajo nivel de independencia en las juntas directivas de las empresas de la muestra. Los directores externos son de alguna manera un indicativo del nivel de independencia de la junta. En nuestra base de datos, según criterios previamente mencionados, un director externo es un miembro de junta que no ha sido gerente de la empresa, no ha dirigido una empresa del mismo grupo económico, no ocupa un

Ed. CESA. V rev.

puesto en la junta directiva de una empresa relacionada y no tiene vínculos con la familia fundadora. El promedio general de directores externos es tan solo del 29%, lo que representa una minoría en estos órganos de gobierno. La situación puede ser aún más crítica, dado que no fue posible establecer el número de directores grises, aquellos que aparentemente son independientes pero tienen relaciones con accionistas controlantes, o internos en la empresa. La base de datos utilizada no permite identificar si los directores externos asistieron a las mismas instituciones educativas que los accionistas controlantes, o la existencia de otros vínculos o lazos sociales entre ellos. Esto puede generar niveles de independencia aún menores.

Durante los años analizados se percibe un incremento en la participación de las mujeres en juntas directivas, del 16.5% en el año 1996 al 20.7% en el año 2006, lo cual obedece a dos fenómenos en nuestro contexto. Primero, el nivel de profesionalización de la mujer en el país se ha incrementado paulatinamente en los últimos años, y su participación en los puestos directivos es cada vez mayor. Este hecho se viene presentando en los sectores público y privado, e incluso se percibe en la población estudiantil de programas de pregrado y posgrado en las instituciones de educación superior. Además, los accionistas controlantes designan mujeres con las que tienen vínculos familiares en las juntas directivas de las empresas que buscan controlar. Esto será discutido más adelante.

La participación de extranjeros en las juntas directivas presenta una disminución entre 1996 y 2006, y en general muestra un nivel bajo. En 1996, la participación de este tipo de directores en las juntas de la muestra era de tan solo 6.7%, transitó por 4.3% en 2000, y llegó a ser 5.9% en 2006. Estas cifras reflejan diferentes implicaciones, como altos niveles de

Ed. CESA. V rev.

inseguridad en Colombia a finales la década de los noventa, lo que condujo a organismos internacionales a recomendar no visitar el país a los extranjeros, quienes invertían menos. Los directores extranjeros regularmente representan los intereses de inversionistas radicados en otros países, y en otras ocasiones pueden ejercer como directores independientes con altos niveles de conocimiento sobre mercados internacionales, en los que las empresas locales desean incursionar o posicionarse mejor. Sin embargo, las características del contexto colombiano pueden haber afectado la presencia de este tipo de directores en el país. Datos más recientes deben reflejar un incremento en directores extranjeros, debido a niveles de inversión extranjera directa mayores y representativos, en un contexto más seguro.

Tabla 4. Comportamiento de las Variables de Junta Directiva y Gobierno Corporativo en el Periodo de Estudio

Esta tabla muestra el promedio y la desviación estándar (en paréntesis) para las variables de junta directiva y gobierno corporativo en los años pares entre 1996 y 2006. La última columna muestra el total general para todas las observaciones durante los 11 años.

VARIABLE	1996	1998	2000	2002	2004	2006	TOTAL
Observaciones totales	465	487	485	467	443	412	5.094
Observaciones variables con rezagos	.	480	476	460	441	411	4.568
Tamaño de la junta	7,21	7,28	7,15	7,09	7,06	7,15	7,15
	(2,11)	(2,06)	(1,97)	(1,98)	(1,99)	(2,02)	(2,01)
Directores externos [%]	30,4%	29,3%	30,5%	27,6%	28,0%	31,5%	29,1%
	(0,30)	(0,29)	(0,31)	(0,29)	(0,28)	(0,31)	(0,29)

Ed. CESA. V rev.

Tabla 4. (*continuación*)

VARIABLE	1996	1998	2000	2002	2004	2006	TOTAL
Mujeres en la junta directiva [%]	16,5%	17,3%	18,0%	18,7%	20,1%	20,7%	18,5%
	(0,20)	(0,20)	(0,20)	(0,21)	(0,21)	(0,22)	(0,21)
Extranjeros en la junta directiva [%]	6,7%	5,9%	5,4%	4,3%	5,0%	5,9%	5,4%
	(0,17)	(0,15)	(0,13)	(0,12)	(0,14)	(0,15)	(0,14)
Rotación de la junta directiva [#]	.	1,22	1,34	1,46	1,03	1,23	1,20
	.	(1,62)	(1,77)	(1,90)	(1,57)	(1,79)	(1,77)
Rotación de la junta directiva [%]	.	16,5%	17,8%	17,4%	14,7%	16,0%	16,5%
	.	(0,24)	(0,24)	(0,26)	(0,23)	(0,22)	(0,24)
Reputación de la junta directiva	1,37	1,49	1,57	1,55	1,47	1,23	1,45
	(1,36)	(1,40)	(1,33)	(1,27)	(1,31)	1,14	(1,29)
Directores ocupados	2,40	2,64	2,70	2,74	2,55	2,35	2,56
	(2,35)	(2,51)	(2,37)	(2,39)	(2,33)	(2,44)	(2,39)
Interlocks de la junta al interior del grupo económico	8,98	10,24	10,13	10,17	9,27	7,95	9,49
	(9,26)	(10,86)	(9,93)	(9,96)	(9,39)	(8,86)	(9,66)
Interlocks de la junta fuera del grupo económico	0,68	0,72	0,94	0,80	0,80	0,70	0,76
	(1,55)	(1,83)	(2,14)	(2,02)	(1,84)	(1,67)	(1,83)
Interlocks recíprocos del gerente	0,43	0,39	0,34	0,30	0,32	0,25	0,33
	(1,25)	(1,05)	(0,90)	(0,76)	(0,78)	(0,66)	(0,90)
Presencia del gerente en la junta	35,1%	34,7%	30,7%	31,9%	31,4%	33,5%	32,7%
	(0,48)	(0,54)	(0,46)	(0,47)	(0,46)	(0,47)	(0,48)
Rotación del gerente	.	14,4%	14,9%	13,7%	15,6%	15,6%	15,5%
	.	(0,35)	(0,36)	(0,34)	(0,36)	(0,36)	(0,36)
Firma de auditoría	36,8%	43,1%	50,1%	53,1%	57,8%	62,6%	50,3%
	(0,48)	(0,50)	(0,50)	(0,50)	(0,49)	(0,48)	(0,50)

Fuente: Los autores.

Ed. CESA. V rev.

La rotación de la junta directiva es baja, de aproximadamente un director por año, lo que representa un promedio de rotación del 16.5% sobre el total de miembros en la junta en el año. Igual sucede con la rotación de los gerentes, que no supera la tasa del 15% al año en la muestra. Esto evidencia el establecimiento de relaciones estables y duraderas entre los accionistas, sus altos ejecutivos y los miembros de su junta directiva. Dada la prevalencia de las empresas familiares en el país, y la alta concentración de la propiedad, lo anterior coindice con los resultados de Sraer y Thesmar (2007), quienes encuentran que las familias establecen relaciones de largo plazo con sus colaboradores y ofrecen una especie de seguro de desempleo. Por otro lado, Coffee (1999) señala que un sistema de gobierno corporativo eficiente debe penalizar y remover a gerentes y directores cuando las empresas muestren bajos rendimientos y una baja generación de flujos de caja. Es posible que el incremento del 13% al 20.4% en la rotación de directores en las empresas de la muestra entre 1997 y 2001, esté relacionado con la crisis económica y financiera experimentada por el país en ese periodo, con los bajos rendimientos de las empresas y el afán de los accionistas por reconfigurar sus juntas en busca de asesoría y supervisión efectivas en momentos de crisis.

La reputación de la junta directiva muestra que, en promedio, los directores de una empresa cuentan con uno o dos puestos en otras juntas directivas. Así, una empresa con cinco directores, debe esperar que estos cuenten con siete designaciones adicionales como directores en otras empresas (reputación de la junta promedio de 1.45). Además, este promedio permanece muy estable durante el periodo en estudio. La experiencia de los directores en puestos de diferentes juntas directivas es deseable para garantizar cierto nivel de práctica en el ejercicio de estas funciones y esperar un mayor nivel de efectividad. Sin embargo, estas múltiples

Ed. CESA. V rev.

designaciones también generan los riesgos que hemos discutido en capítulos anteriores. Por ejemplo, la membresía a una o dos juntas adicionales puede generar conflictos de intereses, y la membresía a un alto número de juntas puede generar el fenómeno del director ocupado, quien podría reducir el tiempo que dedica a las actividades de supervisión y asesoría en cada empresa. En este sentido, las empresas de la muestra cuentan en promedio con dos miembros de junta directiva ocupados, es decir, que son directores en más de dos juntas directivas. Teniendo en cuenta el reducido tamaño de las juntas de las empresas analizadas, es evidente que el nivel de ocupación puede afectar su efectividad. Al revisar la estadística con más detalle, se puede encontrar que en algunas empresas todos los directores cuentan con la característica de ocupados.

Por otra parte, las variables de *interlocks* o vínculos de la junta al interior y fuera del grupo económico reflejan una dinámica interesante de las juntas directivas. El número total promedio de puestos ocupados por los miembros de la junta directiva en las juntas directivas de otras empresas del mismo grupo es aproximadamente de 10, mientras que por fuera del grupo el promedio es inferior a uno. Lo anterior demuestra como los directores en un grupo económico prestan servicio de manera simultánea a diferentes empresas, mientras que es un fenómeno menos observado el que un director pertenezca simultáneamente a juntas directivas que hacen parte de diferentes grupos económicos. La base de datos ofrece evidencia de recursos humanos compartidos entre algunos grupos económicos, aunque con poca frecuencia.

Con respecto a la presencia del gerente en la junta, los datos revelan que en aproximadamente un tercio de las empresas de la muestra, los gerentes ocupan puestos en las juntas directivas de las empresas que dirigen.

Ed. CESA. V rev.

Lo anterior puede llevar a una disminución en la autonomía y poder de la junta directiva en el ejercicio de sus funciones de asesoría y supervisión de la alta gerencia. Finalmente, la auditoría de los estados financieros es llevada en Colombia cada vez con más frecuencia por empresas formalmente constituidas para tal fin. En el año 1996, tan solo el 36.8% de las empresas contaba con una firma de auditoría externa, mientras que en el 2006 esta proporción subió a 62.6%. Lo anterior es un indicio del mejoramiento en los niveles de transparencia y buen gobierno en las empresas.

Así como sucede en otros países latinoamericanos, en Colombia las empresas familiares son prevalentes. La base de datos aquí utilizada tiene en cuenta esta característica. Del total, 227 empresas no presentan ningún tipo de involucramiento familiar, y 296 empresas presentan algún tipo de presencia de la familia fundadora o controlante. Esto equivale al 55.6% del total de las empresas. La Tabla 5 presenta la estadística descriptiva de cada una de las variables de estudio para el total de la muestra, así como para tres subgrupos específicos de empresas: empresas sin ningún involucramiento familiar (227 empresas, 43.4% de la muestra), empresas con presencia en cualquiera de las tres dimensiones definidas, es decir, en la gerencia, en la propiedad directa o ejerciendo control a través de estructuras de propiedad piramidal (220 empresas, 42.1% de la muestra), y empresas con alto involucramiento familiar, es decir, con presencia en la gerencia, en la propiedad directa y con control piramidal de manera simultánea (76 empresas, 14.5% de la muestra). Las últimas dos columnas ofrecen pruebas estadísticas que demuestran que los datos de las empresas sin involucramiento familiar difieren estadísticamente de los de las empresas con alto involucramiento familiar, y como puede verse, estas diferencias son significativas en la mayoría de los casos al 1%.

Ed. CESA. V rev.

Lo primero que se hace evidente en esta tabla, es que las empresas con alto involucramiento familiar cuentan con juntas directivas más pequeñas, y que el tamaño disminuye en la medida en que se incrementa la presencia de la familia en la empresa. Además, las empresas sin familias ejerciendo control cuentan con juntas directivas más independientes. La proporción de directores externos es de 41.7% en las juntas de empresas sin involucramiento familiar, porcentaje que desciende a 21.9% en las que presentan algún tipo de involucramiento familiar, y que llega a 17.5% en empresas altamente controladas por las familias. La participación de las mujeres en las juntas es casi el triple en empresas con alto involucramiento familiar, 35%. Mientras que en el grupo de empresas sin familias involucradas la proporción es de tan solo el 13.4%. Lo anterior sugiere que en la muestra analizada, los vínculos familiares pueden fungir como uno de los determinantes más importantes para nombrar una mujer en la junta directiva.

Tabla 5. Estadística Descriptiva de las Variables según el Involucramiento de las Familias en las Empresas

Esta tabla muestra el promedio y la desviación estándar (en paréntesis) para las variables utilizadas en este estudio. Además, la muestra se divide en tres grupos según el nivel de involucramiento de las familias en las empresas: sin involucramiento familiar, con algún involucramiento (gerencia, propiedad directa o control piramidal), o con alto involucramiento familiar (gerencia, propiedad directa y control piramidal). Además, se muestra el número de observaciones para estos años. Las últimas columnas presentan las pruebas estadísticas sobre las diferencias de medias y medianas entre las submuestras sin involucramiento familiar y alto involucramiento familiar. *** p<0.01, ** p<0.05, * p<0.1

Ed. CESA. V rev.

Tabla 5. (*continuación*)

Variable	Toda la muestra	Gerencia, propiedad y control			T-estadístico dif = media(0) - media(1)	Prueba Wilconxon dif = mediana(0) - mediana(1)
		Sin involucramiento familiar (0)	Algún involucramiento familiar	Alto involucramiento familiar (1)		
Observaciones	5.094	1.976	2.531	587		
Empresas	523	227	220	76		
VARIABLES DE JUNTA DIRECTIVA Y GOBIERNO CORPORATIVO						
Tamaño de la junta	7,153	7,598	7,006	6,291	13.9***	89.6***
	(2,014)	(1,917)	(1,946)	(2,239)		
Directores externos [%]	0,291	0,417	0,219	0,175	17.4***	171.3***
	(0,291)	(0,305)	(0,249)	(0,258)		
Mujeres en la junta directiva [%]	0,185	0,134	0,187	0,350	-23.6***	279.0***
	(0,207)	(0,172)	(0,199)	(0,258)		
Extranjeros en la junta directiva [%]	0,054	0,110	0,020	0,010	12.4***	208.9***
	(0,141)	(0,194)	(0,075)	(0,051)		
Rotación de la junta directiva [%]	0,165	0,201	0,161	0,061	11.6***	168.4***
	(0,241)	(0,268)	(0,229)	(0,148)		
Reputación de la junta directiva	1,450	1,215	1,645	1,039	3.2***	29.3***
	(1,290)	(1,128)	(1,351)	(1,265)		
Directores ocupados	2,565	2,223	3,063	1,566	6.5***	53.6***
	(2,391)	(2,194)	(2,488)	(2,066)		
Interlocks de la junta al interior del grupo económico	9,491	7,874	11,530	6,145	4.5***	37.2***
	(9,656)	(7,910)	(10,538)	(9,057)		
Interlocks recíprocos del gerente	0,332	0,279	0,346	0,453	-4.2***	25.8***
	(0,902)	(0,834)	(0,909)	(1,062)		
Presencia del gerente en la junta	0,327	0,303	0,257	0,710	-18.4***	302.1***
	(0,475)	(0,460)	(0,437)	(0,507)		
Rotación del gerente	0,155	0,174	0,163	0,057	6.7***	44.3***
	(0,362)	(0,380)	(0,370)	(0,232)		
Firma de auditoría	0,503	0,697	0,414	0,233	21.8***	.
	(0,500)	(0,460)	(0,493)	(0,423)		

Ed. CESA. V rev.

Tabla 5. (*continuación*)

Variable	Toda la muestra	Gerencia, propiedad y control			T-estadístico dif = media(0) - media(1)	Prueba Wilconxon dif = mediana(0) - mediana(1)
		Sin involucramiento familiar (0)	Algún involucramiento familiar	Alto involucramiento familiar (1)		
INVOLUCRAMIENTO FAMILIAR						
Gerente Familiar	0,237	0	0,244	1	.	.
	(0,425)	.	(0,430)	.		
Gerente Fundador	0,032	0	0,027	0,158	.	.
	(0,175)	.	(0,162)	(0,365)		
Gerente Heredero	0,205	0	0,217	0,842	.	.
	(0,404)	.	(0,412)	(0,365)		
Propiedad Familiar	0,190	0	0,150	1	.	.
	(0,392)	.	(0,357)	.		
Control Familiar Indirecto (Piramidal)	0,401	0	0,807	1	.	.
	(0,490)	.	(0,395)	.		
Junta directiva familiar [%]	0,304	0,114	0,356	0,721	-62.5***	745.7***
	(0,327)	(0,173)	(0,318)	(0,292)		
Junta directiva dominada por la familia	0,225	0,039	0,266	0,675	-48.0***	1200***
	(0,417)	(0,194)	(0,442)	(0,469)		
Junta directiva no dominada por la familia	0,461	0,460	0,495	0,319	6.1***	36.7***
	(0,499)	(0,498)	(0,500)	(0,466)		
VARIABLES FINANCIERAS Y DE CARACTERÍSTICAS DE LA FIRMA						
Retorno sobre Activos - *ROA*	0,012	0,009	0,012	0,017	-1,5	3.3*
	(0,102)	(0,122)	(0,091)	(0,072)		
Retorno sobre Activos Ajustado por Industria - *AROA*	-0,008	-0,011	-0,008	-0,001	-2.0**	0,5
	(0,101)	(0,121)	(0,090)	(0,071)		
Dummy de utilidades	0,709	0,685	0,710	0,782	-4.6***	.
	(0,454)	(0,465)	(0,454)	(0,413)		
Razón de dividendos	0,015	0,015	0,014	0,015	0,13	27***
	(0,054)	(0,059)	(0,052)	(0,038)		
Dummy de dividendos	0,369	0,363	0,350	0,474	-4.9***	23.4***
	(0,483)	(0,481)	(0,477)	(0,500)		

Ed. CESA. V rev.

Tabla 5. (*continuación*)

Variable	Toda la muestra	Gerencia, propiedad y control			T-estadístico dif = media(0) - media(1)	Prueba Wilconxon dif = mediana(0) - mediana(1)
		Sin involucramiento familiar (0)	Algún involucramiento familiar	Alto involucramiento familiar (1)		
Endeudamiento Total - *Lev1*	0,325	0,359	0,323	0,221	11.2***	98.2***
	(0,267)	(0,262)	(0,264)	(0,273)		
Endeudamiento Total Ajustado por industria - *ALev1*	-0,013	0,004	-0,031	0,009	-0,4	14.4***
	(0,283)	(0,319)	(0,248)	(0,288)		
Endeudamiento de largo plazo - *Lev2*	0,144	0,150	0,147	0,113	3.9***	26.7***
	(0,212)	(0,208)	(0,216)	(0,201)		
Endeudamiento de largo plazo ajustado por industria- *ALev2*	0,031	0,037	0,029	0,024	1,3	8.7***
	(0,208)	(0,211)	(0,212)	(0,185)		
Endeudamiento con costo financiero - *Lev3*	0,108	0,129	0,097	0,091	5.1***	82.1***
	(0,151)	(0,163)	(0,140)	(0,148)		
Edad de la firma	29,769	29,200	30,197	29,835	-0,6	1,2
	(23,167)	(23,159)	(23,537)	(21,521)		
Tamaño de la firma (activos)	17,575	17,867	17,482	16,995	9.9***	139.0***
	(1,836)	(1,955)	(1,755)	(1,567)		
Tangibilidad	0,238	0,306	0,203	0,160	14.1***	152.6***
	(0,220)	(0,228)	(0,203)	(0,194)		
Volatilidad de la firma	95,34	139,88	68,94	58,34	0,5	11.0***
	(2.520)	(3.799)	(1.089)	(1.131)		
Oportunidades de Crecimiento (ventas)	0,009	0,022	0,005	-0,016	1,1	0,3
	(0,846)	(0,642)	(0,952)	(0,010)		
Estatus de empresa listada	0,152	0,223	0,107	0,107	6.2***	38.2***
	(0,359)	(0,416)	(0,309)	(0,310)		
Diversificación del grupo económico	14,123	17,214	13,030	6,283	20.4***	432.2***
	(10,401)	(12,626)	(8,087)	(5,495)		
Dummy de afiliación a grupo	0,887	0,839	0,953	0,767	4.0***	16.0***
	(0,316)	(0,368)	(0,211)	(0,423)		

Ed. CESA. V rev.

Tabla 5. (*continuación*)

Variable	Toda la muestra	Gerencia, propiedad y control			T-estadístico dif = media(0) - media(1)	Prueba Wilconxon dif = mediana(0) - mediana(1)
		Sin involucramiento familiar (0)	Algún involucramiento familiar	Alto involucramiento familiar (1)		
VARIABLES DE PROPIEDAD, CONTROL Y *CONTESTABILITY*						
Capital 1	0,518	0,575	0,518	0,324	21.4***	306.3***
	(0,277)	(0,266)	(0,282)	(0,187)		
Razón de separación 1	0,921	0,897	0,923	0,992	-13.8***	.
	(0,157)	(0,166)	(0,162)	(0,041)		
IH - Concentración de votos	0,613	0,694	0,634	0,249	22.4***	450.5***
	(0,464)	(0,471)	(0,466)	(0,181)		
IH - Diferencias	0,209	0,266	0,195	0,079	16.3***	290.8***
	(0,252)	(0,265)	(0,246)	(0,152)		
Indice de *Contestability*	1,019	0,843	1,075	1,370	-20.5***	165.5***
	(0,589)	(0,535)	(0,584)	(0,582)		

Standard errors in parentheses
*** p<0.01, ** p<0.05, * p<0.1

Fuente: Los autores.

Con respecto a la participación de los extranjeros como miembros de junta directiva, la tendencia es decreciente en relación con el involucramiento familiar. En las empresas sin ningún tipo de presencia o control familiar, el 11% de los directores son extranjeros, mientras que esta proporción es tan solo del 2% en empresas con presencia familiar, y del 1% en empresas altamente controladas por las familias. De igual manera, la rotación de este órgano de gobierno es sustancialmente menor en empresas familiares. El promedio de rotación de estos órganos de gobierno en empresas sin involucramiento familiar es del 20.1%, pero cae a 16.1% en empresas con algo de involucramiento y llega a solo el 6.1% en empresas con alto control familiar. Lo anterior reafirma lo discutido previamente

Ed. CESA. V rev.

sobre mayor estabilidad y relaciones de largo plazo en empresas con familias fundadoras o controlantes, lo cual trae sus ventajas y desventajas para el gobierno corporativo de las empresas.

La reputación de la junta directiva, el número de directores ocupados y los *interlocks* de la junta al interior del grupo económico muestran una tendencia similar. Por ejemplo, la reputación de la junta muestra una relación de 1.2 para empresas sin involucramiento familiar y de 1 para empresas con alto involucramiento familiar. Esto sugiere un menor nivel de ocupación y experiencia de los directores de las juntas directivas de empresas altamente controladas por las familias. Sin embargo, las empresas con algún tipo de involucramiento familiar muestran una razón de reputación más alta equivalente a 1.6. Teniendo en cuenta que esta razón muestra el número de puestos en otras juntas directivas en relación con el tamaño de la junta de la empresa, de lo anterior se puede concluir: primero, que las juntas directivas de empresas altamente controladas por familias están más focalizadas o cuentan con menos experiencia como directores; segundo, que la probabilidad de tener puestos en otras juntas directivas es más alta cuando las familias tienen un grado de involucramiento medio en las empresas. Por ejemplo, si el control se ejerce a través de estructuras piramidales, las familias pueden designar el mismo director a varias empresas.

Lo anterior está soportado igualmente por el comportamiento de las variables de directores ocupados y de *interlocks* al interior del mismo grupo económico en relación con el involucramiento familiar. Nuevamente, el nivel de directores ocupados es el más bajo en empresas con alta presencia familiar, lo que equivale a un director en promedio. Empresas sin involucramiento familiar cuentan con dos directores ocupados en promedio,

Ed. CESA. V rev.

y empresas con algún tipo de involucramiento familiar, tienen en promedio tres directores ocupados. Por otra parte, el número de *interlocks* de la junta al interior del grupo económico es de solo seis en empresas con alto control familiar, pero sube a 11 en empresas con algún involucramiento familiar. Esto puede deberse nuevamente a la propensión de las familias a nombrar el mismo director en diferentes juntas directivas de su mismo grupo económico.

Como señalamos previamente, la presencia del gerente en la junta directiva puede llevar a una disminución en la autonomía y poder de este órgano de gobierno en el ejercicio de sus funciones de asesoría y supervisión de la alta gerencia. Finalmente, el órgano de gobierno al que rinde cuentas el gerente es la junta, y pertenecer a la misma disminuye su capacidad de control e independencia. En las empresas sin involucramiento familiar el gerente hace parte de la junta en el 30% de los casos, pero esta tasa sube al 71% en empresas con alto control familiar. Además, la rotación del puesto de gerente es sustancialmente más baja. En empresas sin presencia familiar el gerente rota en el 17.4% de los casos, mientras que en empresas con alto involucramiento familiar dicha rotación se da solo en el 5.7%. Esta estadística sugiere un poder importante del gerente en empresas altamente controladas por la familia.

Finalmente, con respecto a los procesos de auditoría de los estados financieros, se percibe un mayor nivel de transparencia en empresas sin involucramiento familiar. En este subgrupo, el 69.7% de las empresas cuenta con firmas de auditoría para avalar los estados financieros que presentan a los entes de control y a sus accionistas, mientras que en el caso de las empresas con algún tipo de presencia familiar esta proporción cae a 41.4%, y en empresas altamente controladas por las familias es de tan solo 23.3%.

Ed. CESA. V rev.

En relación con las demás variables en la base de datos, la **Tabla 5** permite ver que las empresas cuentan con gerentes familiares en el 23.7% de los casos, que las familias son los accionistas mayoritarios en el 19%, y en el 40% ejercen un control a través de estructuras de propiedad piramidal. Además, el porcentaje de directores que pertenecen a las familias fundadoras o controlantes es en promedio del 30.4% y en el 22.5% de las empresas las juntas se encuentran dominadas por miembros familiares, mientras que en el 46.1% de las empresas las familias están presentes en las juntas sin ocupar más del 50% de los puestos de este órgano de gobierno. Por otra parte, las empresas muestran retornos sobre activos del 1.2% en promedio, el 70.9% genera utilidades, y el 36,9% paga dividendos, proporción que es mayor en empresas con alto involucramiento familiar (47.4%). Los niveles de endeudamiento total son bajos, equivalentes al 32.5% en promedio, y menores en la medida en que se incrementa el involucramiento familiar, llegando a ser de tan solo 22.1% en empresas con alto control familiar. El endeudamiento de largo plazo y el endeudamiento con costo financiero siguen el mismo patrón. Las empresas en promedio tienen 30 años de fundadas, el 15% está listado en bolsa (proporción menor entre mayor es el involucramiento familiar), en el 88.7% de los casos cuentan con afiliación a grupo económico, y el accionista mayoritario tiene una participación del 52.8% en promedio.

Las estadísticas aquí discutidas permiten al lector darse una idea general de la composición de las juntas directivas en el país. Además, destacan la importancia de tener en cuenta el involucramiento de las familias en el análisis de las juntas directivas, su composición, independencia, funcionamiento, efectividad e impacto en los resultados y de las decisiones financieras de las empresas. En los siguientes apartes realizaremos un

Ed. CESA. V rev.

análisis multivariado y robusto, a través de modelos econométricos, para discutir el impacto de las características de las juntas en los resultados y decisiones financieras de las empresas.

5.3. Características de las Juntas Directivas y Desempeño Financiero

La **Tabla 6** muestra los resultados del análisis econométrico al evaluar el impacto de las características de la junta sobre el desempeño de la empresa, que se estructura tomando como base regresiones panel de efectos aleatorios. Se prefieren los efectos aleatorios sobre los fijos porque diferentes variables de control son binarias y además varían poco en el tiempo. Todas las ecuaciones están corregidas por heteroscedasticidad, utilizando errores estándar robustos (White, 1980). Las estimaciones toman como variable endógena el retorno sobre activos ajustado por industria. Las regresiones siguen el modelo

$$\mathbf{Y}_{it} = a + b_k' \mathbf{JDGC}_{it} + d_k' \mathbf{F}_{it} + j_k' \mathbf{X}_{it} + f_k' \mathbf{PCC}_{it} + [illegible] + e_{it} \qquad (1)$$

en donde, Y_{it} es la variable de desempeño financiero (*retorno sobre activos ajustado por industria*); **JDGC** es el vector de variables de la junta directiva y gobierno corporativo, **FI** es el vector conformado por las variables de involucramiento familiar; **X** es el vector de variables financieras y de características de la firma; y **PCC** es el vector que incluye las variables de propiedad, control y *contestability*.

Ed. CESA. V rev.

Como puede verse en la **Tabla 6**, la presencia de extranjeros en la junta tiene un efecto negativo sobre el desempeño contable de la empresa. Lo anterior puede tener dos explicaciones. La primera, dado que este tipo de director es más frecuente en subsidiarias de empresas multinacionales, la supervisión que realice puede llevar a la adopción de prácticas contables más conservadoras que buscan garantizar el seguimiento de los lineamientos establecidos por la casa matriz. Este tipo de empresas regularmente siguen los estándares internacionales, los que son más rigurosos en el registro de ingresos y en los costos y gastos asociados a los mismos, así como en el manejo de diferidos, entre otros aspectos. Lo anterior puede llevar a reportes contables más conservadores. La segunda explicación está relacionada con que, aún si el extranjero no representa a una casa matriz, conoce la regulación y las prácticas internacionales más rigurosas, y las tratará de incorporar a la empresa para la cual es miembro de la junta directiva.

La rotación de la junta y del gerente, como es de esperarse, está negativamente asociada al desempeño financiero de las empresas. Primero, la rotación en puestos directivos se presenta con más frecuencia en periodos de bajo rendimiento financiero. Segundo, una vez se nombran nuevos directores o a un nuevo gerente, se presenta un periodo de ajuste en los objetivos estratégicos de largo plazo. Los directores externos, que hemos considerado como la variable que mide la independencia, muestran una relación positiva y significativa (tabla 6, columna 5) con el desempeño financiero contable, sugiriendo que en Colombia un mayor nivel de independencia en la junta, lleva a mayores rendimientos financieros en las empresas.

Ed. CESA. V rev.

Tabla 6. Características de las Juntas Directivas y Desempeño Financiero de las Empresas

En la tabla se presenta los resultados de las regresiones panel de efectos aleatorios, usando el *retorno sobre activos ajustado por industria* (AROA) como variable dependiente. La estimación de los determinantes del desempeño de la firma utiliza el modelo completo, que incorpora las variables de junta directiva y gobierno corporativo, de involucramiento familiar, variables financieras y de características de la firma, así como variables de propiedad, control y *contestability*. Los errores estándar son corregidos por heteroscedasticidad. Errores estándar robustos en paréntesis y *p values* en corchetes; *** p<0.01, ** p<0.05, * p<0.1.

VARIABLES	(1) AROA	(2) AROA	(3) AROA	(4) AROA	(5) AROA	(6) AROA
Extranjeros en la junta [%]	-0.0321***	-0.0318***	-0.0312***	-0.0310***	-0.0216***	-0.0185***
	(0.012)	(0.012)	(0.012)	(0.012)	(0.004)	(0.005)
Rotación de la junta [%]	-0.0151**	-0.0151**	-0.0159**	-0.0158**	-0.0071***	-0.0069***
	(0.006)	(0.006)	(0.006)	(0.006)	(0.003)	(0.003)
Rotación del gerente	-0.0128***	-0.0131***	-0.0132***	-0.0134***	-0.0051***	-0.0051***
	(0.004)	(0.004)	(0.004)	(0.004)	(0.001)	(0.001)
Directores externos [%]	.	.	.	.	0.0063**	0.0030
	.	.	.	.	(0.003)	(0.003)
Interlocks de la junta al interior del grupo económico	.	.	.	.	0.0001	.
	.	.	.	.	(0.000)	.
Interlocks de la junta fuera del grupo económico	.	.	.	.	.	0.0010***
	.	.	.	.	.	(0.000)
Reputación de la junta directiva	.	.	.	.	0.0021	0.0027***
	.	.	.	.	(0.001)	(0.001)
Directores ocupados	.	.	.	.	-0.0008**	-0.0008*
	.	.	.	.	(0.000)	(0.000)
Director más ocpuado	.	.	.	.	-0.0010**	-0.0013***
	.	.	.	.	(0.000)	(0.000)
Junta Directiva Familiar [%]	0.0117*	0.0119*	.	.	0.0084***	0.0082***
	(0.006)	(0.006)	.	.	(0.002)	(0.002)

Ed. CESA. V rev.

Tabla 6. (*Continuación*)

VARIABLES	(1) AROA	(2) AROA	(3) AROA	(4) AROA	(5) AROA	(6) AROA
Mujeres en la junta [%]	-0.0176**	-0.0164**	.	.	-0.0108***	-0.0098***
	(0.008)	(0.008)	.	.	(0.003)	(0.003)
Mujeres de la familia en la junta [%]	.	.	-0.0371***	-0.0339***	.	.
	.	.	(0.012)	(0.012)	.	.
Mujeres no familiares en la junta [%]	.	.	0.0002	-0.0003	.	.
	.	.	(0.011)	(0.011)	.	.
Hombres de la familia en la junta [%]	.	.	0.0218***	0.0211***	.	.
	.	.	(0.008)	(0.008)	.	.
Firma de auditoría (revisora fiscal)	-0.0108***	-0.0117***	-0.0119***	-0.0126***	-0.0071***	-0.0073***
	(0.003)	(0.003)	(0.003)	(0.003)	(0.001)	(0.001)
Gerente familiar	-0.0023	.	-0.0032	.	-0.0036**	-0.0032**
	(0.005)	.	(0.005)	.	(0.002)	(0.002)
Gerente fundador	.	0.1707**	.	0.1578**	.	.
	.	(0.071)	.	(0.071)	.	.
Gerente heredero	.	-0.0019	.	-0.0031	.	.
	.	(0.007)	.	(0.007)	.	.
Int: Fundador*tamaño	.	-0.0100**	.	-0.0092**	.	.
	.	(0.004)	.	(0.004)	.	.
Int: Heredero*edad	.	0,000	.	0.0000	.	.
	.	(1.68E-04)	.	(0.000)	.	.
Propiedad familiar	0.1487***	0.1117**	0.1674***	0.1316***	0.1174***	0.1099***
	(0.047)	(0.049)	(0.047)	(0.050)	(0.015)	(0.015)
Int: Propiedad familiar*tamaño	-0.0095***	-0.0073**	-0.0105***	-0.0083***	-0.0074***	-0.0070***
	(0.003)	(0.003)	(0.003)	(0.003)	(0.001)	(0.001)
Int: Propiedad familiar*edad	0.0005**	0.0004*	0.0004**	0.0004*	0.0002***	0.0002***
	(0.000)	(0.000)	(0.000)	(0.000)	(0.000)	(0.000)
Control familiar indirecto	0.1125***	0.1018***	0.1094***	0.1001***	0.1388***	0.1397***

Ed. CESA. V rev.

Tabla 6. (*Continuación*)

VARIABLES	(1) AROA	(2) AROA	(3) AROA	(4) AROA	(5) AROA	(6) AROA
	(0.033)	(0.033)	(0.033)	(0.033)	(0.012)	(0.012)
Int: Control familiar indirecto*tamaño	-0.0077***	-0.0070***	-0.0075***	-0.0070***	-0.0086***	-0.0087***
	(0.002)	(0.002)	(0.002)	(0.002)	(0.001)	(0.001)
Int: Control familiar indirecto*edad	0.0007***	0.0006***	0.0006***	0.0006***	0.0004***	0.0004***
	(0.000)	(0.000)	(0.000)	(0.000)	(0.000)	(0.000)
Int: gerencia, propiedad y control	-0.0029	-0.0045	-0.0018	-0.0033	0.0040	0.0035
	(0.009)	(0.009)	(0.009)	(0.009)	(0.003)	(0.003)
End LP ajustado industria	-0.0806***	-0.0815***	-0.0811***	-0.0819***	-0.0601***	-0.0596***
	(0.007)	(0.007)	(0.007)	(0.007)	(0.004)	(0.004)
Razón de dividendos	0.1901***	0.1897***	0.1887***	0.1885***	0.3174***	0.3158***
	(0.027)	(0.027)	(0.027)	(0.027)	(0.019)	(0.019)
Edad de la firma	0.0006***	0.0007***	0.0007***	0.0007***	0.0003***	0.0003***
	(0.000)	(0.000)	(0.000)	(0.000)	(0.000)	(0.000)
Edad de la firma2	-0.0000***	-0.0000***	-0.0000***	-0.0000***	-0.0000***	-0.0000***
	(0.000)	(0.000)	(0.000)	(0.000)	(0.000)	(0.000)
Tamaño de la firma	0.0513***	0.0498***	0.0512***	0.0499***	0.0379***	0.0383***
	(0.012)	(0.012)	(0.012)	(0.012)	(0.004)	(0.004)
Tamaño de la firma2	-0.0011***	-0.0011***	-0.0011***	-0.0011***	-0.0008***	-0.0009***
	(0.000)	(0.000)	(0.000)	(0.000)	(0.000)	(0.000)
Oportunidades de Crecimiento	0.0125***	0.0126***	0.0125***	0.0126***	0.0090***	0.0090***
	(0.002)	(0.002)	(0.002)	(0.002)	(0.001)	(0.001)
Indice de *Contestability*	0.0105***	0.0110***	0.0111***	0.0115***	0.0060***	0.0062***
	(0.003)	(0.003)	(0.003)	(0.003)	(0.001)	(0.001)
Dummy de afiliación a grupo	-0.0131**	-0.0124**	-0.0125**	-0.0119**	-0.0061***	-0.0062***
	(0.005)	(0.005)	(0.005)	(0.005)	(0.002)	(0.002)
Constante	-0.5631***	-0.5564***	-0.5663***	-0.5613***	-0.4073***	-0.4088***
	(0.103)	(0.104)	(0.103)	(0.104)	(0.035)	(0.035)

Ed. CESA. V rev.

Tabla 6. (*Continuación*)

VARIABLES	(1) AROA	(2) AROA	(3) AROA	(4) AROA	(5) AROA	(6) AROA
Dummy para años	Si	Si	Si	Si	Si	Si
Dummy para sectores industriales	No	No	No	No	No	No
Dummy para outliers	No	No	No	No	Si	Si
Observaciones	4568	4568	4568	4568	4568	4568
Prueba Wald	452,59	460,64	458,94	465,83	181,21	181,26
	[0.000]	[0.000]	[0.000]	[0.000]	[0.000]	[0.000]
R2 overall	0,083	0,084	0,084	0,085	0,143	0,143
Número de empresas	523	523	523	523	523	523
Pruebas de especificación del modelo						
F - Pool vs Panel Efectos Fijos	3,32	3,31	3,24	3,23	3,32	3,31
	[0.000]	[0.000]	[0.000]	[0.000]	[0.000]	[0.000]
Breusch Pagan - Pool vs Panel Ef. Aleatorios	480,19	474,05	446,85	440,81	406	401
	[0.000]	[0.000]	[0.000]	[0.000]	[0.000]	[0.000]
Prueba de especificación de Hausman	10,41	8,77	47,22	43,4	58	63
	[0.994]	[1.000]	[0.024]	[0.086]	[0.000]	[0.000]

Fuente: Los autores.

Por otra parte, las variables de *interlocks* de la junta fuera del grupo económico y su reputación muestran un efecto positivo y estadísticamente significativo sobre el desempeño financiero de las empresas. Estas variables señalan la experiencia de los directores en empresas no vinculadas y en general, en cargos de alta dirección como miembros de la junta directiva. Por lo tanto, la experiencia gerencial y el conocimiento específico desarrollado conducen a juntas directivas más profesionales y con mayor capacidad de impacto positivo en el desempeño financiero de las empresas. Sin embargo, cuando los directores ocupan posiciones en más de dos juntas directivas,

Ed. CESA. V rev.

es decir, cuando están muy "ocupados", se genera un impacto negativo en el desempeño de las empresas. Las variables de director o directores "ocupados" (una variable que muestra el total de puestos del director con mayores nombramientos), muestran un coeficiente negativo y significativo. Lo anterior constituye evidencia empírica y soporta la *Busyness Hypotesis*, discutida en capítulos previos.

La proporción de puestos ocupados por miembros de la familia fundadora o controlante en la junta directiva impacta positivamente el desempeño financiero de las empresas. Lo anterior sugiere que la supervisión y asesoría de la familia fundadora, mediante sus posiciones en este órgano de gobierno tiene un impacto positivo en el desempeño financiero de las empresas. El conocimiento tácito sobre el qué hacer de la empresa, el interés por la perdurabilidad y el crecimiento de la misma, y la reputación y las redes sociales de los miembros de la familia fundadora, pueden tener un impacto positivo en el desempeño de la empresa. Estos impactos pueden deberse igualmente a una mayor presión de la familia sobre la alta gerencia para mostrar resultados financieros favorables, lo cual puede conducir a una toma de decisiones centrada en resultados de corto y no de largo plazo.

Llama la atención el efecto negativo de la participación de las mujeres en el desempeño financiero de las empresas, reportado en las columnas 1, 2, 5 y 6, con coeficientes negativos y significativos al 5% y 1% para esta variable. Usualmente se espera un efecto positivo de la diversidad de género en la junta en el desempeño financiero, debido a varias razones. Una de ellas es, debido a la persistencia global de las brechas de género, cuando una mujer llega a una posición de liderazgo generalmente lo hace por

Ed. CESA. V rev.

su excepcional desempeño. Además, se espera que las mujeres actúen de manera más independiente por no pertenecer a los círculos tradicionales de gerentes y directores. Por otra parte, se ha demostrado que las juntas directivas con diversidad de género cuentan mayores niveles de disciplina y compromiso.

Sin embargo, el efecto negativo de la diversidad de género de nuestra muestra en el desempeño de las empresas, puede deberse a dos razones excluyentes. Primero, las mujeres son supervisores más estrictos y conducen a resultados financieros contables más conservadores. Segundo, en muchos casos las mujeres están en las juntas directivas gracias a sus vínculos familiares, por lo que no ejercen adecuadamente sus funciones como directores, lo que afecta de manera negativa el desempeño de la empresa.

Buscando debatir mejor este resultado, decidimos incluir tres variables de diversidad de género en la junta en las regresiones de las columnas 3 y 4: la participación de mujeres de la familia, la participación de hombres de la familia y la participación de mujeres no familiares. Como el único grupo que no se incluye son los hombres no familiares, los resultados se leen relacionados con este grupo. Por ejemplo, en estas columnas las mujeres no familiares no presentan coeficientes significativos, lo que implica que el efecto de un director no familiar no depende del género. Por otra parte, los hombres de la familia, miembros de la junta, presentan coeficientes positivos y significativos, mientras que las mujeres de la familia en la junta generan impactos negativos significativos sobre el desempeño contable. Nuevamente, estos resultados pueden interpretarse de dos maneras excluyentes. Una de ellas sugiere que las mujeres de la familia son estrictas como miembros de junta y llevan a

Ed. CESA. V rev.

resultados contables más conservadores, mientras que los hombres de la familia presionan por resultados financieros positivos de corto plazo y pueden llevar a prácticas contables más liberales. La segunda explicación sugiere que las mujeres de la familia llegan a los puestos de junta por nepotismo y no ejercen adecuadamente sus funciones, mientras que los hombres de la familia cuentan con la preparación y experiencia para asumir efectivamente este rol, debido a la brecha de género en formación y oportunidades, más acentuada en décadas pasadas. Sin embargo, una interpretación objetiva requiere de una investigación más profunda para determinar qué sucede al interior de las empresas con involucramiento de las familias fundadoras o controlantes en sus juntas. Este asunto merece atención, pues del total de mujeres de la muestra en las juntas de las empresas, aproximadamente la mitad pertenecen a las familias que controlan las empresas.

La última variable de juntas directivas y gobierno corporativo es la *dummy* de firma de auditoría. Los resultados señalan que las empresas que cuentan con firmas de auditoría como revisores fiscales presentan resultados financieros más conservadores. En relación con las variables de control los resultados son los esperados. El involucramiento familiar en la gerencia o la propiedad directa o indirecta, genera efectos positivos sobre el desempeño en los primeros años de vida de las empresas y en las empresas pequeñas. Para empresas medianas o grandes, y de más de 25 años de fundadas, los efectos son negativos. Lo anterior sugiere que, en la medida en que las operaciones de la empresa se hacen complejas, las familias pueden carecer de la capacidad necesaria para administrar sus empresas. Estos hallazgos se discuten a profundidad en González et al. (2012).

Ed. CESA. V rev.

Por otra parte, mayor endeudamiento afecta negativamente el desempeño financiero, posiblemente por los costos asociados al crédito, y mayores niveles de dividendos afectan positivamente el desempeño, seguramente porque los dividendos funcionan como una señal de los prospectos futuros de las empresas.

La edad y el tamaño de la firma presentan relaciones positivas pero no monotónicas, es decir, el desempeño mejora en la medida en que la empresa crece y se consolida, pero llega un momento en el cual el desempeño tiende a estabilizarse. Además, mayores oportunidades de crecimiento y mayor control entre los accionistas, conducen a un mayor rendimiento financiero, mientras que la afiliación a un grupo económico muestra un efecto negativo sobre el desempeño. Lo anterior puede deberse a transferencia de recursos entre empresas afiliadas al mismo grupo y a la extracción de beneficios privados del control por parte de accionistas controlantes.

En general, los resultados obtenidos relacionados con el impacto de las características de las juntas directivas sobre el desempeño financiero son los esperados y confirman los resultados de estudios internacionales. La independencia de la junta muestra resultados positivos sobre el retorno sobre activos, así como la experiencia y reputación de los miembros de la junta directiva. Sin embargo, altos niveles de ocupación (o el fenómeno de "directores ocupados") afectan negativamente el desempeño de las empresas. Los directores familiares tienen un efecto neto positivo, pero la diversidad de género familiar en la junta está sujeta a dos interpretaciones que destacan la importancia de mayor investigación en este asunto. Finalmente, directores extranjeros generan resultados financieros más conservadores y alineados con los estándares internacionales.

Ed. CESA. V rev.

5.4. Características de las Juntas Directivas y Nivel de Endeudamiento

El análisis econométrico para evaluar el impacto de las características de la junta sobre el endeudamiento de la empresa se muestra en la **Tabla 7** y se estructura tomando como base regresiones panel de efectos aleatorios. Al igual que en el modelo sobre desempeño financiero, se prefiere efectos aleatorios sobre fijos, porque diferentes variables de control son binarias y además varían poco en el tiempo. Todas las ecuaciones están corregidas por heteroscedasticidad para lo cual se utilizan errores estándar robustos (White, 1980). Las estimaciones toman como variables endógenas *el endeudamiento total ajustado por industria (ALev1)* y el *endeudamiento total (Lev1)*. Las regresiones siguen el modelo en la ecuación (1) (sección anterior), donde Y_{it} es la variable de endeudamiento total, **JDGC** es el vector de variables de la junta directiva y gobierno corporativo, **FI** es el vector conformado por las variables de involucramiento familiar, **X** es el vector de variables financieras y de características de la firma, y **PCC** es el vector que incluye las variables de propiedad, control y *contestability*.

La presencia de extranjeros en la junta tiene un impacto positivo en los niveles de endeudamiento de la empresa. Lo anterior puede tener por lo menos dos implicaciones prácticas (González et al., 2013). Desde la teoría de agencia, mayores niveles de endeudamiento se consideran un mecanismo de supervisión externa. Cuando no puede haber control directo sobre las decisiones de la alta gerencia, mayor deuda ejerce presiones sobre el flujo de caja e impone restricciones a los gerentes, llevándolos a tomar decisiones más eficientes. Esto puede suceder en el caso de directores extranjeros que no

Ed. CESA. V rev.

representen a una multinacional, pero quieran generar un mayor nivel de supervisión en la empresa utilizando la deuda para tal fin. Para el caso de las multinacionales, Huizinga, Laeven y Nicodeme (2008) encuentran que las casas matrices utilizan la deuda como un mecanismo de supervisión en sus divisiones en otros países. Por lo tanto, directores extranjeros que representen inversionistas foráneos pueden presionar por mayores niveles de deuda para generar presiones en el flujo de caja y lograr un mayor nivel de esfuerzo por parte de la alta gerencia. Sin embargo, otra interpretación puede darse desde el punto de vista de tasas de reinversión. Si las multinacionales demandan transferencias de utilidades y los directores extranjeros presionan por dividendos, lo anterior puede llevar a mayores niveles de endeudamiento.

La rotación de la junta directiva es positiva y está significativamente asociada con los niveles de endeudamiento. Lo anterior puede deberse a que dicha rotación generalmente está asociada a un deficiente ejercicio de las funciones de supervisión y asesoría de la junta, lo que afecta el desempeño de la empresa, la generación de flujos de caja y lleva consecuentemente a un mayor endeudamiento para financiar las operaciones. Por otra parte, una junta más independiente puede ejercer mejor sus funciones, llevar a mejores resultados financieros y controlar los niveles de endeudamiento. Además, desde la teoría de agencia, juntas directivas más independientes pueden sustituir la supervisión externa que genera la deuda al ejercer presión sobre los flujos de caja. Estos argumentos explican el impacto positivo y significativo de la presencia del gerente en la junta, y el impacto negativo de la proporción de directores externos sobre la deuda. Cuando el gerente hace parte de la junta, los niveles de independencia de este órgano de gobierno disminuyen, y una mayor proporción de directores externos conduce a juntas directivas más autónomas.

Ed. CESA. V rev.

Tabla 7. Características de las Juntas Directivas y Endeudamiento de las Empresas

En la tabla se presenta los resultados de las regresiones panel de efectos aleatorios, usando el endeudamiento total ajustado por industria (ALev1) y el endeudamiento total (Lev1) como variables dependientes. La estimación de los determinantes del endeudamiento de la firma utiliza el modelo completo, que incorpora las variables de junta directiva y gobierno corporativo, de involucramiento familiar, variables financieras y de características de la firma, así como variables de propiedad, control y contestability. Los errores estándar son corregidos por heteroscedasticidad. Errores estándar robustos en paréntesis y p values en corchetes; *** p<0.01, ** p<0.05, * p<0.1

Variables	(1) ALev1	(2) ALev1	(3) ALev1	(4) ALev1	(5) ALev1	(6) Lev1
Extranjeros en la junta [%]	0.0633***	0.0653***	0.0633***	0.0653***	0.0458***	0.0332**
	(0.016)	(0.016)	(0.016)	(0.016)	(0.016)	(0.017)
Rotación de la junta [%]	0.0298***	0.0281***	0.0295***	0.0278***	0.0318***	0.0203**
	(0.007)	(0.007)	(0.007)	(0.007)	(0.007)	(0.009)
Presencia del gerente en la junta	0.0125***	0.0108***	0.0125***	0.0109***	0.0140***	0.0030
	(0.003)	(0.004)	(0.003)	(0.004)	(0.003)	(0.004)
Directores externos [%]	.	.	.	.	-0.0051	-0.0257**
	.	.	.	.	(0.009)	(0.011)
Interlocks de la junta al interior del grupo económico	.	.	.	.	0.0012**	0.0019***
	.	.	.	.	(0.001)	(0.001)
Reputación de la junta directiva	.	.	.	.	-0.0015	-0.0069
	.	.	.	.	(0.004)	(0.004)
Directores ocupados	.	.	.	.	-0.0031**	-0.0071***
	.	.	.	.	(0.001)	(0.002)
Director más ocpuado	.	.	.	.	0,002	0.0013

Ed. CESA. V rev.

Tabla 7. (*continuación*)

Variables	(1) ALev1	(2) ALev1	(3) ALev1	(4) ALev1	(5) ALev1	(6) Lev1
	.	.	.	.	(0.001)	(0.002)
Junta Directiva Familiar [%]	-0.0311***	-0.0276***	.	.	-0.0367***	-0.1085***
	(0.006)	(0.007)	.	.	(0.007)	(0.010)
Mujeres de la familia en la junta [%]	.	.	-0.0336***	-0.0304***	.	.
	.	.	(0.008)	(0.008)	.	.
Mujeres no familiares en la junta [%]	.	.	-0.0161	-0.0170	.	.
	.	.	(0.012)	(0.012)	.	.
Hombres de la familia en la junta [%]	.	.	-0.0349***	-0.0316***	.	.
	.	.	(0.008)	(0.009)	.	.
Gerente familiar	-0.0470***	.	-0.0469***	.	-0.0440***	-0.0544***
	(0.007)	.	(0.008)	.	(0.007)	(0.009)
Int: Gerente Familiar*edad	0.0015***	.	0.0015***	.	0.0014***	0.0011***
	(0.000)	.	(0.000)	.	(0.000)	(0.000)
Gerente fundador	.	-0.2138***	.	-0.2156***	.	.
	.	(0.024)	.	(0.024)	.	.
Int: Fundador*edad	.	0.0067***	.	0.0068***	.	.
	.	(0.001)	.	(0.001)	.	.
Gerente heredero	.	-0.0487***	.	-0.0483***	.	.
	.	(0.008)	.	(0.008)	.	.
Int: Heredero*edad	.	0.0014***	.	0.0014***	.	.
	.	(0.000)	.	(0.000)	.	.
Propiedad familiar	0.1035***	0.1071***	0.1029***	0.1065***	0.1014***	0.0624***
	(0.009)	(0.009)	(0.009)	(0.009)	(0.009)	(0.011)

Ed. CESA. V rev.

Tabla 7. (*continuación*)

Variables	(1) ALev1	(2) ALev1	(3) ALev1	(4) ALev1	(5) ALev1	(6) Lev1
Control familiar indirecto	0.0487***	0.0491***	0.0495***	0.0500***	0.0473***	0.0548***
	(0.004)	(0.004)	(0.004)	(0.004)	(0.004)	(0.005)
Int: gerencia, propiedad y control	-0.0358***	-0.0302***	-0.0354***	-0.0300***	-0.0338***	-0.0152
	(0.007)	(0.007)	(0.007)	(0.008)	(0.007)	(0.010)
Int: Propiedad familiar*edad	-0.0006***	-0.0007***	-0.0006***	-0.0007***	-0.0006***	-0.0003*
	(0.000)	(0.000)	(0.000)	(0.000)	(0.000)	(0.000)
Retorno sobre Activos Ajustado por Industria - *AROA*	-0.4554***	-0.4631***	-0.4549***	-0.4621***	-0.4081***	-0.4668***
	(0.020)	(0.020)	(0.020)	(0.020)	(0.018)	(0.025)
Edad de la firma	-0.0020***	-0.0020***	-0.0020***	-0.0020***	-0.0021***	-0.0004*
	(0.000)	(0.000)	(0.000)	(0.000)	(0.000)	(0.000)
Edad de la firma2	0.0000***	0.0000***	0.0000***	0.0000***	0.0000***	0.0000
	(0.000)	(0.000)	(0.000)	(0.000)	(0.000)	(0.000)
Tamaño de la firma	0.0041***	0.0042***	0.0040***	0.0042***	0.0046***	0.0069***
	(0.000)	(0.000)	(0.000)	(0.000)	(0.000)	(0.000)
Tangibilidad	0.1961***	0.1939***	0.1948***	0.1925***	0.1910***	0.4841***
	(0.010)	(0.010)	(0.010)	(0.010)	(0.010)	(0.012)
Volatilidad de la firma	-0.0000	-0.0000	-0.0000	-0.0000	-0.0000	-0.0000**
	(0.000)	(0.000)	(0.000)	(0.000)	(0.000)	(0.000)
Indice de *Contestability*	-0.0253***	-0.0278***	-0.0251***	-0.0275***	-0.0272***	-0.0528***
	(0.003)	(0.003)	(0.003)	(0.003)	(0.003)	(0.003)
Dummy de afiliación a grupo	-0.4290***	-0.4308***	-0.4291***	-0.4308***	-0.4300***	-0.0128*
	(0.006)	(0.007)	(0.007)	(0.007)	(0.007)	(0.007)

Ed. CESA. V rev.

Tabla 7. (*continuación*)

Variables	(1) ALev1	(2) ALev1	(3) ALev1	(4) ALev1	(5) ALev1	(6) Lev1
Diversificación del grupo económico	-0.0014***	-0.0013***	-0.0014***	-0.0013***	-0.0013***	-0.0024***
	(0.000)	(0.000)	(0.000)	(0.000)	(0.000)	(0.000)
Constante	0.2901***	0.2911***	0.2943***	0.2951***	0.2944***	0.1773***
	(0.011)	(0.011)	(0.012)	(0.012)	(0.013)	(0.014)
Dummy para años	Si	Si	Si	Si	Si	Si
Dummy para sectores industriales	No	No	No	No	No	No
Dummy para outliers	No	No	No	No	Si	Si
Observaciones	4568	4568	4568	4568	4568	4568
Prueba Wald	690	697	791	792	831	433
	[0.000]	[0.000]	[0.000]	[0.000]	[0.000]	[0.000]
R^2 *overall*	0,35	0,35	0,35	0,35	0,38	0,28
Número de empresas	523	523	523	523	523	523
Pruebas de especificación del modelo						
Breusch Pagan - Pool vs Panel Ef. Aleatorios	7432	7381	7445	7397	7082	7861
	[0.000]	[0.000]	[0.000]	[0.000]	[0.000]	[0.000]
Prueba de especificación de Hausman	57	45	168	169	41	51
	[0.000]	[0.001]	[0.102]	[0.000]	[0.015]	[0.000]

Fuente: Los autores.

Ed. CESA. V rev.

Al interior del grupo económico los *interlocks* de la junta están asociados de manera positiva y significativa con la deuda. Esto puede indicar, primero, la movilidad de recursos entre las empresas afiliadas a un mismo grupo, lo que puede llevar a mayores niveles de deuda; también puede indicar poca independencia en estos directores; favorecimiento de los intereses de los accionistas controlantes; y la necesidad de mayor consecución de recursos externos. Por otra parte, los directores ocupados muestran una relación negativa y significativa con la deuda, lo que puede implicar que su nivel de ocupación no les permite ejercer adecuadamente sus funciones y presionan a la gerencia para tomar menos deuda y estar expuestos a un menor riesgo financiero.

El involucramiento de la familia fundadora o controlante en la junta conlleva a menores niveles de deuda. Lo anterior puede deberse a dos razones coexistentes. Primero, a un efecto de sustitución, ya que los directores miembros de la familia pueden ejercen las tareas de supervisión y asesoría de manera rigurosa, para conservar la riqueza de la familia concentrada en la empresa familiar. Segundo, el deseo de garantizar la estabilidad de la empresa en el largo plazo puede llevarlos a una alta aversión al riesgo financiero y a evitar la toma de deuda para eludir posibles quiebras financieras ante una potencial variación negativa de los flujos de caja en el futuro.

Al igual que en las regresiones sobre desempeño financiero, decidimos incluir en las regresiones sobre deuda tres variables de diversidad de género (columnas 3 y 4): la participación de mujeres de la familia, la participación de hombres de la familia y la participación de mujeres no familiares en la junta. Los resultados muestran que tanto hombres como mujeres miembros de la familia fundadora, que ocupan puestos en la junta directiva, llevan a

Ed. CESA. V rev.

menores niveles de endeudamiento. Esto es consistente con las explicaciones que se ofrecen en el párrafo anterior.

En síntesis, las características de las juntas directivas y los intereses que representan los diferentes tipos de directores inciden en la política de financiación de las empresas y llevan a mayores o menores niveles de endeudamiento. Con respecto a las variables de control, los resultados son los esperados. El involucramiento familiar en la gerencia en principio está asociado a niveles de deuda más bajos, lo cual es consistente con la aversión al riesgo por parte de estos gerentes y con el deseo de preservar la empresa. Sin embargo, en la medida en que la empresa se consolida y requiere financiación, esta relación cambia y se hace positiva, específicamente en el caso de los herederos. Lo anterior implica que cuando es necesario financiar el crecimiento, las familias prefieren deuda a nuevos accionistas para conservar el control de la empresa. Este argumento igualmente explica la relación positiva entre la propiedad familiar directa o indirecta y el nivel de endeudamiento. Estos hallazgos se discuten a profundidad en González et al. (2013).

Por otra parte, mejor desempeño financiero implica menores niveles de deuda, posiblemente explicado por una mayor generación interna de recursos. La edad de la firma muestra una relación no monotónica con la financiación con terceros, la cual puede ser menos necesaria o posible en los primeros años de funcionamiento de la empresa, en los cuales la fuente de financiación proviene de los accionistas. El tamaño de la empresa está asociado de manera positiva a la deuda, por la necesidad de financiar más inversión en activos. La tangibilidad (mayor nivel de activos fijos) está asociada positivamente con la deuda por el mayor nivel de colateral para

Ed. CESA. V rev.

respaldar estas obligaciones, el control que pueden ejercer otros accionistas sobre el mayoritario implica menos deuda por la supervisión que ellos ejercen, la afiliación a grupo económico y la diversificación del mismo, llevan a menores niveles de deuda por la posibilidad de financiar las empresas a través de mercados de capitales internos.

5.5. Comentario de Cierre

Las discusiones realizadas en este capítulo muestran que las juntas directivas en Colombia son pequeñas, con bajos niveles de independencia, presencia mínima de directores extranjeros, en promedio dos puestos como directores para cada miembro de junta directiva, y aumento de la participación de las mujeres o la diversidad de género, aun cuando esta sigue siendo baja. Además, se encuentra evidencia en la muestra de la existencia de un mercado de recursos gerenciales al interior de los grupos económicos en el alto número de *interlocks* en las juntas de empresas afiliadas y una participación de los gerentes como miembros de junta en un tercio de las empresas. En el 55% de las empresas las familias fundadoras o controlantes tienen algún tipo de involucramiento. En estas empresas las juntas directivas son aún más pequeñas, menos independientes, cuentan con mayor diversidad de género, menos participación de directores extranjeros, un mayor nivel de estabilidad y directores menos ocupados en empresas con alto control familiar. Además, estas empresas están sujetas a un menor nivel de supervisión por parte de firmas de auditoría externa. Lo anterior evidencia el deseo de las familias de conservar el control de sus empresas.

Ed. CESA. V rev.

Por otra parte, es evidente que en el contexto colombiano las características de las juntas tienen un impacto en el desempeño y en las decisiones de endeudamiento. La independencia de estos órganos de gobierno, por ejemplo, lleva a mejores rendimientos financieros y a menores niveles de endeudamiento. También encontramos efectos significativos (positivos o negativos) sobre el desempeño o los niveles de deuda causados por los directores extranjeros, las variables que miden experiencia y el nivel de ocupación de los miembros de junta directiva, los directores familiares, la presencia del gerente en la junta, la rotación de los directores y el gerente y la supervisión por parte de firmas de auditoría externas.

En general, lo anterior demuestra la importancia de las características de la junta directiva para el desempeño y las decisiones financieras. De igual manera sucede con otras variables financieras y de gobierno. González y sus colaboradores (2014), utilizando esta misma base de datos, muestran que para el caso colombiano algunas variables de junta y gobierno corporativo afectan tanto la probabilidad como el pago de dividendos. González et al. (2015) encuentran lo mismo en relación con la probabilidad de rotación del gerente, la cual ofrece evidencia sobre la efectividad del sistema de gobierno al penalizar a gerentes que llevan a las empresas a bajos rendimientos financieros. En conclusión, los análisis econométricos realizados expresan la importancia de las juntas directivas, ratifican hallazgos en el contexto internacional, llaman la atención e invitan a empresarios y reguladores a reflexionar sobre este importante órgano de gobierno.

Ed. CESA. V rev.

6. Fundamentos Legales y Auto Regulatorios de las Juntas Directivas en Colombia

El contexto regulatorio de las juntas directivas en Colombia tiene como fundamento inicial las normas establecidas para las sociedades comerciales, las cuales se encuentran contenidas en el Código de Comercio, y están expresamente reguladas como órganos de gobernanza cuando se trata de una institución que tiene actividad financiera o cuyo objeto social tiene particular interés para preservar el orden público económico, de forma que si se trata de una sociedad comercial que emite valores de acuerdo con la normas colombianas, debe sujetarse adicional y preferencialmente a las normas señaladas en la ley del mercado público de Valores, Ley 964 de 2004. Si se trata de una institución financiera, debe sujetarse a las normas señaladas en los Decretos 2555 y 2955 del 2010, además de todas las circulares emitidas por la Superintendencia Financiera de Colombia.

6.1. Creación o Exigencia Legal de una Junta Directiva

La creación de la junta directiva se encuentra establecida en el artículo 434 del Código de Comercio, el cual señala que sus atribuciones deben

Ed. CESA. V rev.

estar consignadas en los estatutos de la empresa y es concebida como un órgano de las sociedades anónimas. No obstante, la regulación colombiana permite que dicho órgano exista voluntariamente en otros tipos societarios y reviste de gran importancia en la Sociedad por Acciones Simplificada S.A.S., tipo societario predominante en Colombia, en donde, de acuerdo con el artículo 25 de la Ley 1258 de 2008, este órgano no es obligatorio y puede ser constituido por el empresario de acuerdo con sus necesidades particulares.

Por lo anterior, resulta claro que cuando se trata de una empresa que emita valores en el mercado público de valores colombiano, es obligatorio que tenga junta directiva, puesto que dicha operación solo resulta posible para las empresas que pertenezcan al tipo societario de las anónimas.

6.2. Dimensión

En cuanto a la dimensión o tamaño de la junta directiva, el Código de Comercio en el artículo 434 señala que deberá estar integrada por no menos de tres miembros y que cada uno de ellos deberá tener un suplente, aspecto que se ha matizado con la creación de la S.A.S., por cuanto el parágrafo del artículo 25 de la Ley 1258 señala que la junta directiva puede integrarse por uno o varios miembros que podrán o no tener suplentes.

Cuando se trata de emisores de valores y de instituciones financieras, la Ley del Mercado Público de Valores y el Estatuto Orgánico del Sistema Financiero (EOSF, Decreto 633 de 1993), establece que se integrarán por un mínimo de cinco (5) y un máximo de diez (10) miembros principales.

Ed. CESA. V rev.

En los casos de las Bolsas de Valores, el Decreto 2555 de 2010 establece una excepción a esta regla y permite extender a cualquier número máximo de miembros [7].

En los aspectos de autorregulación la recomendación, efectuada en la Medida 15 del Código País (2014), es clara al establecer que "está comprobado que Juntas Directivas excesivamente amplias en su número de miembros pierden de forma significativa su nivel de efectividad y Juntas Directivas excesivamente pequeñas dificultan la creación de Comités" (Medida No. 15, 2014), sin que se efectúe recomendación sobre el número de miembros, no obstante se menciona como buena práctica, establecer en los estatutos de la compañía que no se tendrá miembros suplentes en la junta directiva.

6.3. Elección de Miembros

Para la elección de miembros, el Código de Comercio ha establecido en el artículo 436 que estos serán elegidos por la Asamblea General de Accionistas, por medio del sistema del cociente electoral que se encuentra establecido en el artículo 197 del mismo código, no obstante, es importante advertir que cuando se trata de una S.A.S. pueden ser elegidos por votación mayoritaria o por cualquier otro método previsto en los estatutos.

7 Parágrafo 4 (adicionado por el artículo 1 del Decreto 692 de 2007). "Las bolsas de valores podrán establecer en los estatutos sociales cualquier número máximo de miembros de sus consejos directivos, aun cuando la bolsa respectiva inscriba en el Registro Nacional de Valores y Emisores -RNVE valores emitidos por ella".

Ed. CESA. V rev.

En este sentido, la Ley del Mercado Público de Valores y el Estatuto Orgánico del Sistema Financiero (EOSF), antes mencionada, señala en el Parágrafo 3°del artículo 44[8], que en todo caso la totalidad de los miembros de la junta directiva será elegida por la asamblea de accionistas, por el sistema de cociente electoral o a través de cualquiera otro de los mecanismos que determine el Gobierno Nacional.

8 "**Artículo 44. Juntas directivas de los emisores de valores**. Las juntas directivas de los emisores de valores se integrarán por un mínimo de cinco (5) y un máximo de diez (10) miembros principales, de los cuales cuando menos el veinticinco por ciento (25%) deberán ser independientes. En ningún caso los emisores de valores podrán tener suplentes numéricos. Los suplentes de los miembros principales independientes deberán tener igualmente la calidad de independientes.

Quien tenga la calidad de representante legal de la entidad no podrá desempeñarse como presidente de la junta directiva.

Parágrafo 1°. Los emisores de valores podrán disponer en sus estatutos que no existirán suplencias en las juntas directivas.

Parágrafo 2°. Para los efectos de la presente ley, se entenderá por independiente, aquella persona que en ningún caso sea:

1. Empleado o directivo del emisor o de alguna de sus filiales, subsidiarias o controlantes, incluyendo aquellas personas que hubieren tenido tal calidad durante el año inmediatamente anterior a la designación, salvo que se trate de la reelección de una persona independiente.

2. Accionistas que directamente o en virtud de convenio dirijan, orienten o controlen la mayoría de los derechos de voto de la entidad o que determinen la composición mayoritaria de los órganos de administración, de dirección o de control de la misma.

3. Socio o empleado de asociaciones o sociedades que presten servicios de asesoría o consultoría al emisor o a las empresas que pertenezcan al mismo grupo económico del cual forme parte esta, cuando los ingresos por dicho concepto representen para aquellos, el veinte por ciento (20%) o más de sus ingresos operacionales.

4. Empleado o directivo de una fundación, asociación o sociedad que reciba donativos importantes del emisor. Se consideran donativos importantes aquellos que representen más del veinte por ciento (20%) del total de donativos recibidos por la respectiva institución.

5. Administrador de una entidad en cuya junta directiva participe un representante legal del emisor.

6. Persona que reciba del emisor alguna remuneración diferente a los honorarios como miembro de la junta directiva, del comité de auditoría o de cualquier otro comité creado por la junta directiva.

Parágrafo 3°. En todo caso la totalidad de los miembros de la junta directiva será elegida por la asamblea de accionistas, por el sistema de cociente electoral o a través de cualquiera otro mecanismo que determine el Gobierno Nacional, en ejercicio amplio de la facultad prevista en el inciso 3° del artículo 39 de la presente ley".

Ed. CESA. V rev.

En efecto, el Gobierno Nacional mediante el Decreto 3923 de 2006[9] señaló que las elecciones de los miembros de las juntas directivas, de las sociedades que emiten valores en el mercado público de valores, podrán elegir de forma separada a los miembros independientes, aspecto que facilita el cumplimiento de la exigencia de la ley del mercado público de valores, que exige que al menos el 25% de los miembros de la junta de este tipo de compañías, tengan la calidad de independientes.

En los casos en que se deba elegir por separado a los miembros independientes, también se debe dar cumplimiento al sistema de cociente electoral para la elección, y adicionalmente se establecen los requisitos para la presentación de listas de candidatos independientes[10].

9 "**Artículo 1°. Elección de las juntas directivas de los emisores de valores.** Para la elección de los miembros de las juntas directivas de los emisores de valores, en la respectiva asamblea de accionistas u órgano que haga sus veces, se deberán llevar a cabo dos votaciones, una de ellas para elegir a los miembros independientes exigidos legal o estatutariamente, y otra para la elección de los miembros restantes.

Para el efecto, las listas correspondientes a la elección de los miembros independientes sólo podrán incluir personas que reúnan las calidades previstas en el parágrafo 2° del artículo 44 de la Ley 964 de 2005, sin perjuicio que en las listas correspondientes a la elección de los miembros restantes se incluyan personas que reúnan tales calidades. (…)".

10 "Parágrafo 2°. Las elecciones se llevarán a cabo mediante el sistema del cuociente electoral, el cual se determinará dividiendo el número total de los votos válidos emitidos por el de las personas que hayan de elegirse en cada una de las votaciones.

Lo anterior sin perjuicio de que los estatutos de las sociedades inscritas puedan establecer otro sistema de votación, una vez el Gobierno Nacional establezca y regule los sistemas de votación diferentes del cuociente electoral que podrán ser adoptados por dichas sociedades, conforme a lo previsto en el artículo 39 de la Ley 964 de 2005.

Parágrafo 3°. La elección de todos los miembros de la junta directiva se llevará a cabo en una sola votación cuando quiera que se asegure que se logrará el número mínimo de miembros independientes exigido legal o estatutariamente, como cuando los estatutos del respectivo emisor hayan previsto que todos los miembros de la junta directiva deberán tener la calidad de independientes, de conformidad con los criterios establecidos en el parágrafo 2° del artículo 44 de la Ley 964 de 2005, o cuando sólo se presente una lista, que incluya el número mínimo de miembros independientes exigidos legal o estatutariamente.

Artículo 2°. Presentación de listas. Las listas deberán presentarse por escrito al Secretario de la asamblea y acompañarse de los siguientes documentos:

1. La comunicación escrita de cada candidato en la cual manifieste se aceptación para ser incluido en la correspondiente lista.

Ed. CESA. V rev.

Para el caso de los emisores de valores, el Código de Mejores Prácticas Corporativas de Colombia (2014) sugiere a las empresas la adopción de un procedimiento para la selección de los candidatos a la junta, que debe tener en cuenta los resultados de la evaluación realizada a la junta directiva. Dicho proceso debe permitirle a la compañía identificar los conocimientos y experiencias de los candidatos requeridos por la junta (perfiles funcionales); identificar la trayectoria, reconocimiento, prestigio, disponibilidad, liderazgo, dinámica de grupo del candidato (perfiles personales), entre otros; y evaluar el tiempo y dedicación para que puedan desempeñar adecuadamente sus funciones.

Este proceso debe ser adelantado por el Comité de Nombramientos y Remuneraciones de la Junta Directiva, y los perfiles resultantes deben ser informados por la junta a los distintos electores, para que presenten los candidatos respectivos.

En este caso, el reglamento de la junta debe prever que la evaluación de la idoneidad de los candidatos sea previa a la realización de la Asamblea General de Accionistas[11], y también, la empresa debe establecer en

2. En el caso de las listas de miembros independientes, la comunicación escrita de cada candidato en la cual manifieste que cumple con los requisitos de independencia previstos en el parágrafo segundo del artículo 44 de la Ley 964 de 2005.

Parágrafo. Los emisores de valores deberán verificar en todo momento el cumplimiento de los requisitos de independencia previstos en el parágrafo segundo del artículo 44 de la Ley 964 de 2005 por parte de los miembros independientes de la junta directiva u órgano que haga sus veces, principales y suplentes. Lo anterior, sin perjuicio de la obligación de cada uno de los miembros de la junta directiva u órgano que haga sus veces de verificar el cumplimiento de tales requisitos y manifestar al emisor cualquier circunstancia sobreviniente que pudiera afectar su cumplimiento.

En todo caso, los emisores de valores deberán cumplir con el número mínimo de miembros independientes exigidos legal o estatutariamente".

11 Se trata de un proceso en el que se establece si el candidato cumple con el perfil requerido por la compañía, lo cual, de acuerdo con el Código de Mejores Prácticas Corporativas de Colombia, también requiere que se examinen las inhabilidades e incompatibilidades legales de los candidatos.

Ed. CESA. V rev.

su normativa interna[12], que es deber de la junta directiva, por medio de su presidente y con el apoyo del comité de nombramientos y retribuciones o quien cumpla sus funciones, centralizar y coordinar con anterioridad a la asamblea general el proceso para la conformación del órgano de administración.

Esto supone que la mejores prácticas implican el establecimiento de un procedimiento para identificar el perfil adecuado de candidatos a la junta, conforme a las necesidades de la empresa, comunicarlo a los accionistas, permitir la presentación previa e informada de los candidatos que se ajusten a dicho perfil, y evaluar si se ajustan para permitir que sean sometidos a consideración de la asamblea de accionistas. Todo ello bajo la coordinación de la junta y con el apoyo del comité de nombramientos y remuneraciones.

De otro lado, no sobra mencionar la importancia de los inversionistas institucionales en los procesos de elección de miembros de juntas directivas en las empresas en las que invierten, para lo cual en el Decreto 2955 de 2010 se establecen regulaciones específicas relacionadas con este asunto. En efecto, como lo manifiesta Prada (2011), en dicha regulación:

> …no solo se establece en cabeza de las Juntas Directivas de la Sociedades Administradoras de Fondos de Pensiones y de Cesantías (AFPs) la responsabilidad de aprobar la política de inversión, sino también la obligatoriedad de ejercer los derechos políticos que le correspondan a las inversiones que realiza un fondo cuando éste tenga una participación relevante. En este caso, las

12 Esto sugiere que puede ser por medio de cualquier otro documento distinto al Reglamento de la Junta, como pueden ser los estatutos sociales, el Código de Buen Gobierno, etc.

Ed. CESA. V rev.

> Juntas deben velar siempre porque prevalezca el interés de los afiliados al fondo (administrado por las AFPs) obrando de acuerdo con la política aprobada por su Junta Directiva, política cuyos contenidos mínimos, periodicidad para su revisión y divulgación deben ser fijados por el Supervisor (Superintendencia Financiera).

Otra interesante previsión de este Decreto estableció claramente que el régimen para el ejercicio de los derechos políticos de las AFPs debe establecer los criterios y procedimientos de selección de las personas que serán propuestas o votadas para ser miembros de la Junta Directiva en las empresas en las que invierten. En estos casos, deberán ser independientes de la AFP y de las entidades vinculadas a la misma. Asimismo, esta regulación exige que se documenten aspectos tales como la evaluación de las calidades personales, idoneidad, trayectoria, integridad y experiencia de las personas en cuya postulación y elección participen, junto con las razones que se tuvieron en cuenta para su elección.

Ahora bien, no sólo los inversionistas institucionales tienen obligaciones. De acuerdo con esta regulación, se hace expreso que también los miembros independientes de las Juntas Directivas, elegidos con la concurrencia del voto de las AFPs, tienen el deber de actuar respetando íntegramente las normas de gobierno corporativo de la sociedad, debiendo propender, a su vez, por su adopción, desarrollo y fortalecimiento.

En este mismo sentido, los miembros independientes elegidos deben presentar los informes que les requieran las AFPs para permitirles evaluar su gestión y desempeño, sin que por ello puedan los fondos acceder a información del emisor que no tenga el carácter de público, o impartir instrucciones respecto de la forma en que estos ejercen su cargo (2011, p. 33).

Ed. CESA. V rev.

En lo referente a las sociedades cerradas y de familia, para este tipo de organizaciones la Guía Colombiana de Gobierno Corporativo hace referencia en su Medida 20, que la compañía debe establecer un procedimiento para la presentación de candidatos en el que se verifiquen las incompatibilidades e inhabilidades de los mismos.

6.4. Composición

En primer lugar, la legislación se pronuncia en cuanto a la composición de la junta directiva en los casos de los emisores de valores, señalando en el artículo 44 de la Ley del Mercado Público de Valores, que al menos el 25% de los miembros debe ser independiente y para el efecto consagra los criterios para que un miembro se asuma como independiente. De otro lado, como una forma de limitar la incidencia de miembros de la administración en la junta, impide que el representante legal de la compañía ocupe el cargo de presidente de la misma, aspecto que resulta inocuo, puesto que en algunos casos el representante legal no es quien ejerce la gerencia o la presidencia. Por lo tanto, si se pretende evitar la concentración de poder del gerente, para que sea a su vez no ocupe el cargo de presidente de la junta directiva, no se logra el cometido, puesto que todo gerente o presidente que no tenga la calidad de representante legal podría ser presidente de la junta.

En segundo lugar, en cuanto a las instituciones financieras vigiladas por la Superintendencia Financiera, la Circular Básica Jurídica establece en el numeral 1.2 de la Parte Primera, Título Primero, Capítulo Tercero,

Ed. CESA. V rev.

que no pueden formarse mayorías decisorias con miembros internos, de lo que se infiere que la junta directiva de estas entidades debe estar compuesta por miembros externos en una proporción mínima del 50%[13]. En este mismo sentido, el Estatuto Orgánico del Sistema Financiero establece normas especiales para la composición de las juntas directivas de las Sociedades Administradoras de Fondos de Pensiones y Cesantías y permite, en particular, la participación de representantes de los empleadores y trabajadores en dichas juntas y regula su elección[14].

Un aspecto muy importante hace referencia a la posibilidad de eliminar la figura de la suplencia de los miembros de la junta, práctica que como regla general no resulta posible puesto que el Código de Comercio, en su artículo 434, exige que sean elegidos los principales con sus respectivos suplentes. En los casos de la sociedad por acciones simplificadas S.A.S. y en los casos de las sociedades anónimas emisoras de valores, claramente la ley que regula estas sociedades permite que pueda pactarse en los estatutos que los miembros de la junta no tengan suplentes. Esta facultad admite que se instaure en Colombia la práctica de la ausencia de suplencias en las juntas directivas, que puede mejorar el funcionamiento de estos órganos, pues en la práctica

13 Circular Básica Jurídica de la Superintendencia Financiera. Numeral 1.2, Parte I, Título I Capítulo III. "Para efectos de lo dispuesto en el art. 73 numeral 8 del EOSF, las entidades vigiladas no pueden designar como miembros principales y suplentes de sus juntas directivas o consejos de administración a un número de personas vinculadas laboralmente a la respectiva entidad que, reunidas en sesión y en ejercicio de los cargos de miembros de tales órganos, puedan conformar, entre ellas, mayorías decisorias generales o especiales, de acuerdo con la ley y los respectivos estatutos.

De la misma forma, tratándose de bolsas de valores, sistemas de negociación de valores, bolsas de futuros y opciones, bolsas de bienes y productos agropecuarios, agroindustriales o de otros commodities, así como de los depósitos centralizados de valores y de las cámaras de riesgo central de contraparte, debe atenderse lo que sobre el particular ha señalado el Gobierno Nacional en relación con las mayorías de miembros independientes que deben tener los consejos directivos, juntas directivas y/o cámaras disciplinarias, las calidades de los mismos, así como el procedimiento que habrá de seguirse para su elección, acorde con las facultades otorgadas en el art. 4, literal k. de la Ley 964 de 2005".

14 Artículo 73, numeral 7 del Estatuto Orgánico del Sistema Financiero.

Ed. CESA. V rev.

existen directores que dada su prestancia y ocupación delegan en el suplente sus atribuciones o se ausentan de las reuniones del directorio, lo que puede implicar el incumplimiento de sus deberes de diligencia, pues se esperaría que un miembro de junta directiva se excuse de participar en la reunión solo en circunstancias verdaderamente excepcionales. En ese mismo sentido, la ausencia de un miembro que ha sido elegido como principal desnaturaliza el sentido del voto de los accionistas que lo han elegido, puesto que lo eligieron por sus calidades personales y buscando su gestión, y no la de su suplente, sea la que tenga consecuencias en la dirección de la compañía.

De otro lado, plantea a la organización la dificultad de convocar y mantener informado al suplente que podría actuar en cualquier momento como principal. En algunos casos la suplencia origina dificultades en la dinámica de la junta, pues para mantenerse debidamente informados los suplentes invitados a las reuniones suelen intervenir en la reunión con voz aunque no se encuentren facultados para ello, lo que afecta el proceso de toma de decisiones y crea condiciones para un conflicto posterior en la junta, además de dificultades en el establecimiento de responsabilidades por la toma de decisiones. Por esta razón, mencionamos la recomendación efectuada en el Código de Mejores Prácticas Corporativas del 2014, relacionada con la supresión de las suplencias[15].

En cuanto a su composición, también se han previsto limitaciones para la partición de miembros con vínculos de parentesco, así por ejemplo, no podrá haber en las juntas directivas una mayoría cualquiera, conformada por personas ligadas entre sí por matrimonio o por parentesco dentro del

15 Código de Mejores Prácticas Corporativas de 2014, "15.1. La sociedad ha optado estatutariamente por no designar Miembros Suplentes de la Junta Directiva".

Ed. CESA. V rev.

tercer grado de consanguinidad o segundo de afinidad, o primero civil, excepto en las sociedades reconocidas como de familia. Esta disposición plantea una excepción que se ha convertido en regla general, no solo por el gran número de empresas familiares, sino por la definición que ha asumido la doctrina colombiana, en cabeza de la Superintendencia de Sociedades, sobre sociedad de familia, que resulta muy amplia.

La Superintendencia de Sociedades considera sociedad de familia, aquella que en la cual existe entre dos o más socios un parentesco de consanguinidad hasta el segundo grado (padre, madre o hijos y hermanos) o único civil (padre o madre adoptante o hijo adoptivo), o están unidos entre sí matrimonialmente, siempre y cuando los socios así relacionados ejerzan sobre la sociedad un control económico, financiero o administrativo[16].

En el contexto de la autorregulación, la Guía Colombiana en la Medida 21 establece para las sociedades cerradas, que la junta directiva debe tener un número impar de miembros, de los cuales por lo menos uno (1) debe ser externo, y define al externo con características de un director independiente, manifestando que es el que en ningún caso puede ser: (i) empleado o representante legal de la compañía; (ii) empleado o administrador de la persona natural o jurídica que preste servicios de auditoría a la sociedad o a alguna de sus filiales o subsidiarias; (iii) asociado que directa o indirectamente dirija, oriente o controle la mayoría de los derechos de voto de la compañía o que determine la composición mayoritaria de los órganos de administración, dirección o control de la misma; (iv) tenga vínculos familiares con alguno de los anteriores, hasta el tercer grado de consanguinidad, segundo de afinidad o primero civil.

16 Oficio 220-16368, del 21 de marzo de 1997.

Ed. CESA. V rev.

Asimismo, el Código de Mejores Prácticas Corporativas (2014) para los emisores de valores, exige que la compañía identifique el origen de los distintos miembros de la junta directiva, de tal forma que pueda establecer si son lo que se considera miembros ejecutivos o comúnmente llamados internos, miembros independientes o externos y miembros patrimoniales[17].

También se considera como mejores prácticas, que los miembros externos (representantes de la propiedad o patrimoniales e independientes) de la junta, sean siempre mayoría con respecto a los ejecutivos o internos, de forma que exista el mínimo necesario de estos últimos para atender las necesidades de información de la junta y la coordinación con la alta gerencia.

Como exigencia importante de la autorregulación está el aumento del número de miembros independientes, es decir, que la buena práctica llevaría a una compañía a contar con un número superior de independientes, un 25% que tenga relación con el capital flotante, aspecto que no tendrá mayor efecto práctico, dada la baja proporción de capital flotante en los emisores colombianos, y que solo se justificaría un mayor número de independientes en algunos pocos emisores.

17 Código de Mejores Prácticas Corporativas (2014): "16.1. A partir de la premisa de que una vez elegidos todos los miembros de la Junta Directiva actúan en beneficio de la sociedad, en un ejercicio de máxima transparencia, la sociedad identifica el origen de los distintos miembros de la Junta Directiva de acuerdo con el siguiente esquema: i. Miembro Ejecutivo, son los representantes legales o de la Alta Gerencia que participan en la gestión del día a día de la sociedad.

ii. Miembro Independiente, quienes, como mínimo, cumplen con los requisitos de independencia establecidos en la Ley 964 de 2005 o las normas que la modifiquen o sustituyan, y demás reglamentación interna expedida por la sociedad para considerarlos como tales, independientemente del accionista o grupo de accionistas que los haya nominado y/o votado.

iii. Miembro Patrimonial, quienes no cuentan con el carácter de independientes y son accionistas personas jurídicas o naturales, o personas expresamente nominadas por un accionista persona jurídica o natural o grupo de accionistas, para integrar la Junta Directiva".

Ed. CESA. V rev.

Sumado a lo anterior, se establece como práctica la adopción de una definición de independencia más rigurosa que la establecida en la Ley 964 de 2005, que debe ser adoptada en el reglamento de la Junta, y por lo menos incluir las relaciones o vínculos de cualquier naturaleza del candidato a miembro independiente con accionistas controlantes o significativos y sus partes vinculadas, nacionales y del exterior, para darle coercibilidad a este tema la práctica exige una doble declaración de independencia: (i) del candidato ante la sociedad, sus accionistas y los miembros de la alta gerencia, instrumentada a través de su carta de aceptación y, (ii) de la junta directiva, con respecto a la independencia del candidato.

6.5. Funcionamiento

En lo relativo al funcionamiento de las juntas directivas, debemos señalar que la norma fundante es el artículo 437 del Código de Comercio, que establece que estas deliberarán y decidirán con la mayoría de sus miembros, a menos que se haya señalado en los estatutos un *quórum* superior. Dado que no existe un mayor desarrollo regulatorio sobre estos aspectos, analizaremos su funcionamiento desde el contexto auto regulatorio.

Al respecto cabe advertir que cuando se trata de sociedades cerradas y de familia, la Guía Colombiana recomienda en su Medida 23, que la junta directiva debe tener un reglamento de funcionamiento que contenga como mínimo: (i) los deberes, derechos, incompatibilidades e inhabilidades de los miembros, así como los supuestos en que debe darse el cese o la dimisión de sus miembros; (ii) la periodicidad de las reuniones; (iii) la forma,

Ed. CESA. V rev.

antelación y competencia para realizar la convocatoria, así como los documentos que deben acompañarla para garantizar el derecho de información de los miembros; (iv) la forma en que la junta directiva tendrá acceso a la información de la compañía, estableciendo que cualquier solicitud de información de un miembro individual deberá ser aprobada por la junta; (v) las reglas para la instalación, desarrollo y finalización de sus reuniones.

En cuanto a los emisores de valores, el Código de Mejores Prácticas Corporativas establece en la Medida 14, que la junta directiva debe aprobar el reglamento interno que regula su organización y funcionamiento, así como las funciones y responsabilidades de sus miembros, del presidente y del secretario y sus deberes y derechos. El reglamento debe ser difundido entre los accionistas, y su carácter es vinculante para los miembros de la junta.

A continuación nos referiremos a algunos aspectos particulares del funcionamiento de las juntas directivas:

6.5.1. Periodicidad de las reuniones

La única referencia expresa se encuentra en el Estatuto Orgánico del Sistema Financiero para las Instituciones Vigiladas por la Superintendencia Financiera, en el numeral 6 del artículo 73, el cual establece que las juntas directivas deben reunirse de forma ordinaria una vez al mes.

Sobre este aspecto vale la pena destacar lo que manifiesta la doctrina de la Superintendencia de Sociedades:

> Es preciso considerar que en ninguna de las normas del Código de Comercio se determina la periodicidad en las reuniones de la Junta Directiva y que, por consiguiente, queda a la libre estipulación de los asociados la fijación de las

Ed. CESA. V rev.

fechas en que deba reunirse en forma ordinaria este órgano de administración de la sociedad anónima. Dentro de este orden de ideas son, pues, las necesidades de la empresa y el conjunto de las atribuciones que se asignen a dicho órgano, las pautas que van a regir este aspecto de por sí importante en la vida social.

Por razones de orden lógico, solamente, este Despacho haría hincapié en que la Junta Directiva requiere dos reuniones mínimas anuales:

En la primera, inmediatamente siguiente a su elección, se trataría de la instalación de la Junta, delegación de funciones, nombramientos, etc.; y en la última, la aprobación de los estados financieros, informes, etc., que deben ser presentados a la Asamblea General de Accionistas.

Ahora bien: en empresas de gran desarrollo, la periodicidad de las reuniones de la Junta Directiva estaría condicionada, como ya se dijo, a la complejidad de los negocios relacionados con la administración social y, sin duda alguna, a la confección y aprobación de los estados financieros de períodos intermedios, entre otros, que van a constituir el fundamento y base del balance final (Doctrinas y Conceptos. Oficio OA - 05542, abril de 1973).

No se hacen precisiones adicionales y la regulación del mercado público de valores establece para los emisores de valores algunos aspectos relativos al funcionamiento de las juntas directivas, motivo por el que los aspectos más relevantes se deben analizar desde el punto de vista de la autorregulación.

En lo relativo a los emisores de valores el Código de Mejores Prácticas Corporativas (2014) señala como práctica para la periodicidad de las reuniones,

Ed. CESA. V rev.

que salvo las entidades sometidas a vigilancia[18], que por su régimen están obligadas mínimo a una (1) reunión por mes, la junta directiva de la sociedad debe celebrar entre ocho (8) y doce (12) reuniones ordinarias por año[19]. Igualmente, manifiesta que para el efecto la junta debe aprobar un calendario concreto de sesiones ordinarias, sin perjuicio de que, con carácter extraordinario, pueda reunirse cuantas veces sea necesario.

En adición a lo anterior, el citado Código también señala algunas prácticas mínimas con respecto a la agenda de las reuniones, y que al menos una (1) o dos (2) reuniones por año de la junta directiva debe tener un foco claramente orientado a la definición y seguimiento de la estrategia de la sociedad[20], y como hemos mencionado establece la responsabilidad de elaborar la agenda al presidente de la junta.

6.5.2. Convocatoria de las reuniones

El artículo 437 del Código de Comercio es la única norma que hace referencia al tema. Consagra que la junta podrá ser convocada por ella misma, por el representante legal, por el revisor fiscal o por dos de sus miembros que actúen como principales. En cuanto a la antelación de la convocatoria no se hace ninguna referencia y, por lo tanto, debe acudirse a las prácticas de autorregulación, que en el caso de los emisores de valores no hacen referencia sino a la antelación con la que se recibe la información para los miembros de la junta.

18 Los artículos 72 y 73 del Decreto 4327 de 2005 determinan qué entidades se encuentran sometidas a la inspección y vigilancia de la Superintendencia Financiera de Colombia, y qué entidades se encuentran bajo el control de ese organismo.

19 19.2 y 19.4 Código de Mejores Prácticas Corporativas de Colombia.

20 19.3 Código de Mejores Prácticas Corporativas de Colombia.

Ed. CESA. V rev.

6.5.3. Información para los miembros de la junta directiva y actuación como órgano

Al respecto no existe ninguna regulación expresa, no obstante, en virtud del deber de diligencia de los miembros de la junta directiva, se han suscitado debates en torno a la oportunidad y calidad de la información a la que deben tener acceso, para lo cual desde la autorregulación el Código de Mejores Prácticas Corporativas establece en el numeral 19.5 que como práctica, la compañía, junto con la convocatoria de la reunión y, como mínimo, con una antelación de cinco (5) días comunes, debe entregar a los miembros de la junta los documentos o la información asociada a cada punto del Orden del Día, para que sus miembros puedan participar activamente y tomen las decisiones de forma razonada.

Como hemos mencionado con anterioridad, se asigna la responsabilidad al presidente de la junta con respecto a la suficiencia de la antelación y la utilidad de la información para los miembros de la misma.

Merece especial referencia la Doctrina de la Superintendencia de Sociedades, para lo cual citamos algunos de los apartes que destacan la forma como los miembros pueden acceder a la información:

En el Oficio EX 00635 del 16 de enero de 1987, reiterado en Oficio 33850 de junio 9 de 1995, se menciona que

> (...) Es obvio que para el cabal desempeño de sus funciones y el cumplimiento de las obligaciones, la Junta Directiva debe tener fácil acceso a la información necesaria. Por lo tanto, si para llevar a efecto su tarea es indispensable la inspección y revisión de los libros o papeles de la sociedad, debe por consiguiente permitírsele

Ed. CESA. V rev.

en cualquier tiempo tal posibilidad. Es de anotar, que la atribución en mención, debe adelantarla el referido órgano Administrativo como tal, bien directamente o por medio de una comisión que de su seno se elija; pero en modo alguno puede un miembro de la Junta Directiva de manera independiente al citado órgano, a motu proprio inspeccionar los libros y demás papeles sociales de la compañía, actuando en forma ajena, lo cual no es posible, por cuanto la Junta Directiva al ser un cuerpo colegiado, debe proceder como tal.

En el Oficio 220- 57325, de octubre 22 de 1997, se concluye que:

(...) Conclusión: Si bien es cierto que la Ley 222 de 1995 en su artículo 24 amplió la responsabilidad de los administradores hasta el punto de exigir la diligencia de un buen hombre de negocios, no por ello está autorizado un miembro de la junta directiva para actuar en forma independiente y separada del órgano social al que pertenece, por cuanto éste tiene carácter colegiado lo que obliga a que sus actuaciones obedezcan a decisiones adoptadas por la junta directiva como órgano social.

Cuando un miembro de la junta directiva considere que se requiere la revisión o análisis de un documento o documentos que reposen en poder de la sociedad, deberá recomendar a la junta directiva la realización de la correspondiente solicitud; si éste órgano social no aprueba tal petición, le asiste al miembro peticionario el derecho de solicitar que se deje constancia de su petición, en el acta o en los documentos relativos a su gestión, a efectos de poder demostrar la diligencia y sentido de responsabilidad de su actuación.

Ed. CESA. V rev.

6.5.4. Presidente y Secretario

El Código de Mejores Prácticas Corporativas de Colombia establece en sus apartes 18.1 y 18.2 como mejores prácticas, que el presidente de la junta tenga un tratamiento diferencial, tanto en sus obligaciones como en su remuneración, lo cual se explica por el nivel de responsabilidades asignadas, las cuales, según dicho estándar de autorregulación, deben consignarse en los estatutos de la compañía, y no solo en un Código de Buen Gobierno Corporativo o en un Reglamento de Junta.

Dentro de las responsabilidades que deben ser consagradas para el presidente de la junta se encuentran las siguientes: (i.) asegurar que la junta directiva fije e implemente eficientemente la dirección estratégica de la sociedad; (ii.) impulsar la acción de gobierno de la sociedad, actuando como enlace entre los accionistas y la junta directiva; (iii.) coordinar y planificar el funcionamiento de la junta directiva, mediante el establecimiento de un plan anual de trabajo basado en las funciones asignadas; (iv.) realizar la convocatoria de las reuniones directamente o por medio del Secretario de la junta directiva; (v.) preparar el Orden del Día de las reuniones, en coordinación con el presidente de la sociedad, el secretario de la junta y los demás miembros; (vi.) velar por la entrega, en tiempo y forma, de la información a los miembros de junta, directamente o por medio del secretario; (vii.) presidir las reuniones y manejar los debates; (viii.) velar por la ejecución de los acuerdos de la junta y efectuar el seguimiento de sus encargos y decisiones; (ix.) monitorear la participación activa de los miembros;. (x.) el proceso de evaluación anual de la Junta Directiva y los Comités, excepto su propia evaluación.

Ed. CESA. V rev.

En este mismo sentido, el Código de Prácticas de Gobierno Corporativo establece prácticas que imponen expresamente responsabilidades concretas al presidente como pueden ser[21]: (i.) preparar un plan de trabajo de la junta directiva para el periodo evaluado, que facilite determinar el número razonable de reuniones ordinarias por año y su duración estimada.; (ii.) asumir la responsabilidad última para que los miembros reciban la información con la antelación suficiente y que esta sea útil, primando la calidad frente a la cantidad; (iii.) asumir la responsabilidad última de la preparación del Orden del Día de las reuniones de la junta, de forma permita seguir un orden lógico en la presentación de los temas y los debates.

Todo lo anterior resulta una práctica muy importante respecto de la cultura tradicional de las juntas, en las que tradicionalmente el presidente se limita a otorgar la palabra y controlar los debates de los miembros, y claramente impone la necesidad de formalizar el liderazgo del presidente de la junta.

En cuanto al secretario de la junta la regulación colombiana es bastante incipiente, hace referencia al secretario de las reuniones de Asambleas de Accionistas o Juntas de Socios[22], que se aplican por analogía a las juntas directivas, para el efecto ser refiere al secretario para la suscripción de actas, y quizá la única definición legal de relevancia, es aquella que le permite otorgar copias autorizadas de las actas las cuales serán prueba suficiente de los hechos que consten en ellas, mientras no se demuestre la falsedad de la copia o de las actas.

De otro lado, en el marco de la autorregulación la Guía Colombiana para Sociedades Cerradas y de Familia señala en la Medida 24 la

21 Medidas 19.1. 19.6, 19.7 Código de Mejores Prácticas Corporativas de Colombia.
22 Artículos 189y 431 del Código de Comercio y 19 de la Ley 222 de 1995.

Ed. CESA. V rev.

necesidad de establecer un responsable de las funciones típicamente ejercidas por un secretario.

Por otra parte, tratándose de emisores de valores, el Código de Mejores Prácticas manifiesta con acierto que el secretario tradicionalmente "se limita a la redacción de las actas, custodia de la documentación social y aspectos relacionados con la transmisión de acciones" (Medida No. 18, 2014), por esto resulta muy importante que se establezcan normas relativas nombramiento, remoción y responsabilidades del secretario, diferenciando claramente los eventos en que es externo y solamente actúa al interior de la junta, y el caso en que dicho secretario ocupa una posición ejecutiva en la compañía, evento este último que resulta ser el más común, y que a menudo impide que este tenga la independencia necesaria para desarrollar algunos de sus roles.

Así las cosas, las prácticas establecidas para Colombia recomienda que el nombramiento y remoción del secretario que actúa exclusivamente como secretario de la junta directiva, corresponda a ella, con informe previo del Comité de Nombramientos y Remuneraciones, si existe; y cuando coincide la posición de secretario con otras posiciones ejecutivas, su nombramiento y remoción corresponde a la junta a propuesta del presidente de la sociedad, con informe previo del Comité de Nombramientos y Remuneraciones, si existe[23].

Otro aspecto interesante es que se debe señalar si el secretario tiene o no la posibilidad de ser miembro de la junta directiva, aspecto que debe ser particularmente analizado por la compañía, dadas las responsabilidades que tiene el secretario[24], las cuales deben ser consagradas en el reglamento de la junta.

23 18.3 Código de Mejores Prácticas Corporativas de Colombia.

24 De acuerdo con el numeral 18.4 del Código de Mejores Prácticas Corporativas, las funciones mínimas que deben establecerse en el reglamento para el secretario se encuentran: (i.) realizar la convocatoria a las reuniones, de acuerdo con el plan anual; (ii.) realizar la entrega en tiempo y forma de la información a los

Ed. CESA. V rev.

6.5.5. Evaluación de la junta

En la actualidad la regulación no exige esta práctica y se encuentra enmarcada en la autorregulación. En la Medida 25 de la Guía Colombiana de Gobierno Corporativo esta práctica es exigida, establece que el resultado de la evaluación debe ser incluido en el informe anual de gobierno corporativo. De otro lado, en lo que se refiere a emisores de valores, la Medida 19.9 del Código de Mejores Prácticas Corporativas establece que anualmente la junta directiva debe evaluar la eficacia de su trabajo como órgano colegiado, la de sus Comités y la de los miembros individualmente considerados, incluyendo la evaluación por pares, así como la razonabilidad de sus normas internas y la dedicación y rendimiento de sus miembros, proponiendo las modificaciones a su organización y al funcionamiento que considere pertinentes. En este mismo sentido, la Medida 19.10 señala que debe alternar la técnica de la autoevaluación interna con la evaluación externa, realizada por asesores independientes.

Finalmente, es del caso señalar que muchos de los aspectos relativos al funcionamiento de la junta, que establecen su verdadera dinámica, hacen parte de la autorregulación y se encuentran en muchos de los casos establecidos en el reglamento de funcionamiento de dicho órgano.

miembros de la junta directiva; (iii.) conservar la documentación social, reflejar debidamente en los libros de actas el desarrollo de las sesiones, y dar fe de los acuerdos de los órganos sociales; (iv.) velar por la legalidad formal de las actuaciones de la junta directiva y garantizar que sus procedimientos y reglas de gobierno sean respetados y regularmente revisados, de acuerdo con lo previsto en los Estatutos y demás normativa interna de la sociedad.

Ed. CESA. V rev.

6.6. Funciones de la Junta Directiva

El artículo 438 del Código de Comercio establece las atribuciones de la junta directiva, consagra que tendrá atribuciones suficientes para ordenar que se ejecute o celebre cualquier acto o contrato comprendido dentro del objeto social y para tomar las determinaciones necesarias en orden a que la sociedad cumpla sus fines, a menos que en los estatutos se haya establecido algo distinto. En el caso de las sociedades por acciones simplificadas S.A.S., el artículo 25 de la Ley 1258 de 2008 establece claramente que si la sociedad no pacta la creación de la junta directiva en los estatutos, la totalidad de funciones de administración y representación le corresponderán al representante legal.

Lo anterior supone que la compañía debe establecer claramente la competencia de la junta para evitar el riesgo de conflicto con otros órganos, y es por esto que, en el marco de la autorregulación, se realizan algunas recomendaciones que veremos a continuación.

En la Guía Colombiana para Sociedades Cerradas y de Familia, la Medida 19 establece que en los estatutos de la compañía se deben consignar las funciones de cada órgano societario, buscando diferenciar las competencias de cada uno, y la Medida 22 establece las funciones que debe adelantar de forma indelegable la junta directiva. Dentro de estas funciones están: (i.) aprobar el presupuesto anual, el plan y objetivos estratégicos de la compañía; (ii.) realizar seguimiento periódico al desarrollo del plan estratégico; (iii.) establecer las políticas de nombramiento, retribución, evaluación y destitución de los altos directivos; (iv.) identificar las partes vinculadas; (v.) verificar el adecuado funcionamiento del sistema de control interno,

Ed. CESA. V rev.

cumplimiento de las políticas contables y administración de riesgos. (vi.) determinar las políticas de información y comunicación con los grupos de interés; (vii.) establecer el programa para mitigar el riesgo de sucesión del ejecutivo principal de la compañía; (viii.) velar por el cumplimiento de las normas de gobierno corporativo; (ix.) administrar los conflictos de interés de los funcionarios distintos a los administradores.

En lo referente a los emisores de valores, el Código de Mejores Prácticas Corporativas en la Medida 13 establece que los estatutos de la empresa deben señalar expresamente aquellas funciones que no podrán ser objeto de delegación a la alta gerencia, y menciona algunas de dichas funciones (ver anexo).

6.7. Comités de la Junta Directiva

La regulación solo se refiere a los comités cuando se trata de emisores de valores. En el artículo 45 de la Ley 964 de 2005[25] se establece la

25 "ARTÍCULO 45. COMITÉ DE AUDITORÍA. Los emisores de valores deberán constituir un comité de auditoría el cual se integrará con por lo menos tres (3) miembros de la junta directiva incluyendo todos los independientes. El presidente de dicho comité deberá ser un miembro independiente. Las decisiones dentro del comité se adoptarán por mayoría simple.

Los miembros del comité deberán contar con adecuada experiencia para cumplir a cabalidad con las funciones que corresponden al mismo.

El comité de auditoría contará con la presencia del revisor fiscal de la sociedad, quien asistirá con derecho a voz y sin voto.

El comité de auditoría, en los términos que determine el Gobierno Nacional, supervisará el cumplimiento del programa de auditoría interna, el cual deberá tener en cuenta los riesgos del negocio y evaluar integralmente la totalidad de las áreas del emisor. Asimismo, velará por que la preparación, presentación y revelación de la información financiera se ajuste a lo dispuesto en la ley.

Para el cumplimiento de sus funciones el comité de auditoría podrá contratar especialistas independientes

Ed. CESA. V rev.

obligatoriedad del Comité de Auditoría, y señala en cuanto a su dimensión, que por lo menos tendrá tres miembros. En cuanto a su composición establece que todos los independientes que componen la junta deben hacer parte del Comité de Auditoría y el revisor fiscal participa con voz pero sin voto.

En lo referente al funcionamiento de dicho Comité, el presidente debe ser un miembro independiente, debe establecerse en los estatutos del emisor el reglamento de funcionamiento, debe reunirse por lo menos cada tres meses y sus decisiones se adoptarán por mayoría simple. La elección de sus miembros debe regularse en los estatutos y el proceso debe garantizar que cuentan con adecuada experiencia para cumplir a cabalidad con las funciones que le corresponden al Comité.

Desde el punto de vista legal, su función es la de supervisar el cumplimiento del programa de auditoría interna, el cual deberá tener en cuenta los riesgos del negocio y evaluar integralmente la totalidad de las áreas del emisor. Asimismo, velará porque la preparación, presentación y revelación de la información financiera se ajuste a lo dispuesto en la ley.

---

en los casos específicos en que lo juzgue conveniente, atendiendo las políticas generales de contratación del emisor.

PARÁGRAFO 1o. Lo dispuesto en el presente artículo no será aplicable a las entidades sujetas a la inspección y vigilancia de la Superintendencia Bancaria (hoy Superintendencia Financiera).

PARÁGRAFO 2o. Los estados financieros deberán ser sometidos a consideración del comité de auditoría antes de ser presentados a consideración de la junta directiva y del máximo órgano social.

PARÁGRAFO 3o. Los emisores de valores deberán prever en sus estatutos las disposiciones que regirán el funcionamiento del comité de auditoría así como lo relacionado con la elección de sus miembros, con estricta sujeción a lo dispuesto en la presente ley y a las normas que la desarrollen.

PARÁGRAFO 4o. El Comité de Auditoría deberá reunirse por lo menos cada tres (3) meses. Las decisiones del comité de auditoría se harán constar en actas, para lo cual se aplicará lo dispuesto en el artículo 189 del Código de Comercio".

Ed. CESA. V rev.

Es importante advertir que las funciones y algunos aspectos de este comité han sido ampliados o consagrados en las normas que se refieren a los sistemas de control interno de la Circular Básica Jurídica de la Superintendencia Financiera.

Desde la perspectiva autoregulatoria, se han establecido la gran mayoría de los estándares de composición, funcionamiento y desarrollo de estos comités, los cuales, como lo manifiesta el Código de Mejores Prácticas Corporativas, se encuentran justificados por el tamaño y complejidad de los negocios de la sociedad, así como por la amplitud de funciones que el marco normativo y los estatutos atribuyen a la junta directiva. Por lo tanto, se aconseja que la junta evalúe la conveniencia de constituir en su seno Comités especializados para actuar como órganos de estudio y apoyo en materias específicas. El citado Código establece en los puntos 18.5 a 18.14 las principales recomendaciones generales referidas a los comités, dentro de las cuales se encuentran la práctica de tener al menos tres comités adicionales al de auditoría, como son el de Riesgos, el de Nombramientos y Remuneraciones y el de Gobierno Corporativo.

Todos estos comités deben tener un reglamento de funcionamiento que establezca sus funciones y operatividad, y en lo referente a su composición, determina que deben estar compuestos exclusivamente por miembros independientes o por miembros patrimoniales. En cuanto a la dimensión, se señala que deben ser conformados por un mínimo de tres miembros.

En cuanto a su funcionamiento, se aclara que el de Nombramientos y Remuneraciones debe tener siempre una mayoría de independientes, y con respecto a todos los comités, que pueden participar miembros de la alta gerencia o externos con experiencia en los temas del comité. Finalmente, se establece que deben levantar actas de sus sesiones.

Ed. CESA. V rev.

Al referirse a cada comité, las Medidas 18.15 a 18.8 establecen su finalidad, y que las funciones que deben estar incluidas en un reglamento, así como las calidades y rol de sus miembros, y resulta interesante la práctica que establecen, en cuento a que a solicitud del Presidente de la Asamblea, el Presidente de cada Comité informará a la Asamblea General de Accionistas sobre aspectos concretos del trabajo realizado por el Comité, práctica que curiosamente no se exige para los Comités de Gobierno Corporativo.

6.8. Responsabilidad de los Miembros de las Juntas Directivas y Conflicto de Interés

La responsabilidad de los miembros de las juntas se encuentra enmarcada en el régimen general de los administradores en Colombia, consagrado en los artículos 23 y 24 de la Ley 222 de 1995, en virtud del cual se establecen los deberes de diligencia y cuidado tradicionales de todo administrador, y que en el caso de los miembros deben contextualizarse con la competencia y la actividad del órgano al que pertenecen.

Los miembros de las juntas responden solidaria e ilimitadamente, esto implica que cualquiera podría ser objeto de acción judicial por la omisión de otro miembro, y que responden con su patrimonio personal por el cumplimiento de sus deberes, siendo de gran importancia que se presume su culpa por la violación de la ley o los estatutos de la compañía; en los casos en que incumplen o se extralimitan en sus funciones, o cuando proponen o ejecutan decisiones sobre distribución de utilidades contrarias a la ley.

Ed. CESA. V rev.

Cobra gran importancia la previsión establecida en parágrafo del artículo 27 de la Ley 1258 de 2008, que para el caso de la Sociedad por Acciones Simplificada S.A.S. consagra que las personas, que sin ser administradores de una S.A.S. se inmiscuyan en una actividad positiva de dirección de la sociedad como puede ser una junta directiva, incurrirán en las mismas responsabilidades y sanciones aplicables a los administradores. Esto quiere decir que los "directores en la sobra" tendrían la misma responsabilidad de un director formalmente establecido.

En este sentido, vale la pena destacar el importante desarrollo jurisprudencial colombiano sobre aspectos de las juntas directivas, dentro de los cuales mencionaremos las más relevantes para efectos de este acápite:

En cuanto al régimen del conflicto de interés, la siguiente es una de las reflexiones más profundas efectuada por una autoridad judicial en Colombia, en la cual debe tenerse en cuenta que siempre que nombra a un administrador, hace referencia a un miembro de junta directiva, según lo dispuesto en el artículo 222 de la Ley 222 de 1995:

> *Sentencia Sucesión de María del Pilar Luque de Schaefer contra Luque Torres Ltda. en liquidación Proceso 2014-801-054*
>
> 1. Los conflictos de interés en el ordenamiento societario.
>
> Las normas que rigen las actuaciones de los administradores buscan promover un delicado equilibrio entre la autonomía con la que deben contar tales sujetos para conducir los negocios sociales y la responsabilidad que debe atribuírseles por el cumplimiento inadecuado de esa gestión[26]. Este equilibrio parte de la denominada regla

26 Para Davies, por ejemplo, 'una de las cuestiones de mayor trascendencia en el derecho societario es el diseño de pautas que puedan constreñir las actuaciones indebidas de los administradores, sin que tales

Ed. CESA. V rev.

de la discrecionalidad ('*business judgment rule*'), por cuyo efecto los jueces suelen abstenerse de auscultar las decisiones que hayan adoptado los administradores en el ejercicio objetivo de su juicio de negocios[27]. Este respeto judicial por el criterio de los administradores busca que tales funcionarios cuenten con suficiente discreción para asumir riesgos empresariales, sin temor a que su gestión administrativa sea juzgada, a posteriori, por los resultados negativos de sus decisiones[28]. De no existir esta regla, los administradores carecerían de incentivos para asumir riesgos, puesto que el retorno económico de una inversión riesgosa beneficiaría principalmente a la compañía, al paso que cualquier pérdida le sería imputable al administrador[29].

Además, como bien lo apunta Eisenberg, 'para examinar adecuadamente la calidad de las decisiones de un administrador, sería preciso establecer el grado de

reglas limiten la autonomía de estos funcionarios en forma tal que pueda reducirse la eficiente operación de los negocios sociales". PL. Davies (2008), Principles of Modern Company Law (8ª Ed, Sweet & Maxwell, Londres, p. 476).

27 En la legislación colombiana, este equilibrio entre la discreción y la responsabilidad de los administradores encuentra consagración legal en lo expresado en el artículo 23 de la Ley 222 de 1995, según el cual los administradores deben actuar 'con la diligencia de un buen hombre de negocios'. Si bien es cierto que este patrón de conducta apunta un alto grado de cuidado en la gestión de la empresa social, también lo es que la expresión 'buen hombre de negocios' lleva implícita la idea de que los administradores están legitimados para asumir riesgos en el curso de los negocios de la compañía. Esta idea, de escaso reconocimiento en la doctrina colombiana, ha sido expresada por Reyes Villamizar en los siguientes términos: 'Mientras que la actividad empresarial está relacionada con la asunción de riesgos, las circunstancias de la vida familiar, a las que está expuesto el padre de familia, están más bien ligadas a la prevención del riesgo […] El paradigma del buen hombre de negocios implica también un mayor respeto judicial por la autonomía de decisión de que deben gozar los administradores sociales. FH. Reyes Villamizar SAS: La Sociedad por Acciones Simplificada (3ª Ed, 2013, Legis Editores, Bogotá, p. 152).

28 Para un análisis acerca de la regla de la discrecionalidad, cfr. a A Palmiter y F Partnoy, Corporations: A Contemporary Approach (2010, West Publishing, St. Paul, Min., p. 541-583), S. Bainbridge, Corporate Law (2ª ed., 2009, Foundation Press, Nueva York, p. 96-140) y RA Peeples, The Use and Misuse of the Business Judgment Rule in the Close Corporation (1985). 60 NOTRE DAME L REV, p. 456.

29 MA. Eisenberg (1991). The Divergence of Standards of Conduct and Standards of Review in Corporate Law (1994) 62 FORDHAM L REV 445. Existen numerosas otras razones para aplicar la regla de la discrecionalidad. Para el caso de las sociedades abiertas, por ejemplo, se ha dicho que la disciplina de mercado que impone la posible depresión en el precio de las acciones crea suficientes incentivos para que los administradores se comporten adecuadamente. Cfr. a FH Easterbrook y D Fischel, The Economic Structure of Corporate Law (, Harvard University Press, Boston, p. 244).

Con todo, esta justificación pierde toda su fuerza en sociedades cerradas o, incluso, en compañías que cotizan sus acciones en mercados ineficientes e ilíquidos en los que la información acerca de la conducta de los administradores sociales no tiene un impacto significativo sobre el precio de las acciones.

Ed. CESA. V rev.

exposición de riesgo que podía asumir la sociedad cuando se tomaron las decisiones controvertidas, así como identificar cuáles operaciones se ajustaban al perfil de riesgo de la compañía en ese momento. Además de la evidente complejidad que conlleva este análisis, una intervención judicial de esta naturaleza atentaría gravemente contra la potestad autónoma de la sociedad para conducir sus negocios'[30].

En síntesis, pues, los administradores no podrían actuar como un 'buen hombre de negocios' si las cortes deciden escudriñar todas las decisiones que estos sujetos adopten en desarrollo de la empresa social. Ello no significa, por supuesto, que las actuaciones de los administradores estén exentas de controles legales. Aunque la regla de la discrecionalidad busca que estos funcionarios cuenten con suficiente espacio para conducir los negocios sociales, los administradores no pueden anteponer sus intereses a los de la compañía o sus accionistas[31]. Por ello, como lo ha sostenido esta entidad, hay numerosas razones que podrían justificar un cercano escrutinio judicial de la gestión de los administradores[32]. Se trata de hipótesis en las que el juicio objetivo de estos funcionarios se encuentra comprometido por alguna circunstancia, como ocurre cuando un administrador está incurso en un conflicto de interés.

Como lo explicó este Despacho en el caso de Loyalty Marketing Services Colombia S.A.S., en nuestra legislación se ha reconocido el efecto nocivo que pueden tener los conflictos de interés sobre la gestión de los administradores[33]. En verdad, las reglas consagradas en la Ley 222 de 1995 y el Decreto 1925 de 2009 les imponen a estos sujetos la necesidad de obtener la autorización del máximo órgano social para participar en operaciones viciadas por esta clase de conflictos. Si los administradores obtienen la mencionada autorización, sus actuaciones quedan

30 MA. Eisenberg (1994), p. 447.
31 S. Bainbridge, Mergers y Acquisitions (2003, Foundation Press, Nueva York, p. 149).
32 Cfr., por ejemplo, la Sentencia No. 801-072 del 11 de diciembre de 2013.
33 Sentencia No. 800-029 del 14 de mayo de 2014.

Ed. CESA. V rev.

a salvo de cualquier escrutinio judicial[34]. De lo contrario, deberán aplicarse las diversas consecuencias contempladas para el incumplimiento de lo previsto en el numeral 7 del artículo 23 de la Ley 222, cuyo alcance va desde la nulidad del respectivo negocio jurídico hasta la responsabilidad de los administradores por los perjuicios que sufra la sociedad.

Aunque el ordenamiento colombiano es bastante claro en cuanto al procedimiento que debe seguirse ante el surgimiento de un conflicto de interés, no existe una definición legal que permita determinar cuándo se produce un conflicto de esta naturaleza en el contexto societario[35]. Este vacío es bastante problemático para los administradores sociales, en tanto tales sujetos no cuentan con absoluta claridad acerca de las hipótesis que pueden dar lugar a un conflicto de interés. Esta incertidumbre, sumada a las severas sanciones por la violación de la regla contenida en el numeral 7 del artículo 23 de la Ley 222 de 1995—incluida la posible inhabilidad para ejercer el comercio, en los términos del Decreto 1925 de 2009—puede tener un efecto desalentador sobre la gestión de los administradores. De ahí que resulte indispensable analizar algunas de las hipótesis que podrían dejar a un administrador incurso en un conflicto de interés.

Es posible que un interés conflictivo pueda identificarse con facilidad, como ocurre cuando el representante legal recibe un préstamo de la sociedad en la que ejerce sus funciones. En este caso confluyen en cabeza del administrador

34 Con todo, en el numeral 7 del artículo 23 se ha establecido que 'la autorización de la junta de socios o asamblea general de accionistas sólo podrá otorgarse cuando el acto no perjudique los intereses de la sociedad'. Esta disposición parece permitir la revisión judicial de negocios jurídicos aunque hayan sido aprobados por una mayoría de los accionistas que no tengan un interés en la operación. Claro que, en estos casos, al demandante le corresponderá la elevada carga probatoria de demostrar que la operación controvertida es perjudicial para la compañía, a pesar de haber sido aprobada por los principales interesados en proteger el patrimonio social.

35 Si bien en la legislación colombiana no se ha definido la expresión 'conflicto de interés', en la doctrina local pueden encontrarse algunas aclaraciones relevantes. Cfr. por ejemplo, a FH Reyes Villamizar (2013) 161 y a NH. Martínez Neira, Cátedra de Derecho Contractual Societario. Regulación Comercial y Bursátil de los Contratos Societarios (2ª ed., 2014, Bogotá, Editorial Legis, p. 193).

Ed. CESA. V rev.

dos intereses contrapuestos, vale decir, su interés personal como mutuario y el interés de la compañía, en calidad de mutuante, que ese funcionario debe proteger por expresa disposición del artículo 23 de la Ley 222. Mientras que el interés de la compañía es obtener la máxima tasa de interés permitida y las más sólidas garantías disponibles, el interés personal del administrador que recibe el préstamo apunta en el sentido exactamente contrario. Es claro, pues, que el representante legal no puede satisfacer ambos objetivos al momento de celebrar el correspondiente negocio jurídico. En vista de que esta circunstancia claramente compromete el ejercicio objetivo de las facultades del administrador, la celebración del estudiado contrato de mutuo deberá sujetarse a las reglas contempladas en nuestra legislación en materia de conflictos de interés.

El conflicto explicado en el párrafo anterior no desaparece por el simple hecho de que el representante legal se abstenga de participar directamente en la operación como mutuario. Puede ocurrir, por ejemplo, que no sea el administrador quien reciba el préstamo, sino una compañía controlada por ese sujeto. Bajo esta hipótesis, el representante legal también debe obtener las mejores condiciones financieras para la compañía mutuante, pero, a diferencia del caso anterior, no representa al mutuario en la negociación de los términos contractuales del préstamo. Es evidente, sin embargo, que la celebración de este contrato de mutuo sí le representa un conflicto de interés al administrador. En verdad, el administrador no puede representar adecuadamente los intereses de la compañía mutuante, debido a que cuenta con un interés económico significativo en la sociedad que recibe el préstamo. Al verse menoscabada la capacidad del representante legal para velar por los intereses de la sociedad que hace el préstamo, deben aplicarse las reglas de la Ley 222 en materia de conflictos de interés.

Adicionalmente, hay casos en los que el administrador incurso en un conflicto no participa, en ninguna calidad, en la celebración del respectivo negocio

Ed. CESA. V rev.

jurídico. Retomando el ejemplo del contrato de mutuo, es posible que un miembro principal de la junta directiva de la compañía mutuante también detente el 100% de las acciones de la sociedad que recibe el dinero. Si el correspondiente contrato no debe ser examinado por la junta directiva de la compañía que hace el préstamo, el director en cuestión no tendría la oportunidad de participar en la celebración de ese negocio jurídico. Es decir que el administrador mencionado no podría determinar las condiciones bajo las cuales se celebraría la respectiva operación. Sin embargo, los intereses en conflicto subsisten aunque el director no participe en la celebración de este contrato de mutuo. En efecto, el aludido miembro de la junta directiva está obligado legalmente a velar por los intereses de la sociedad mutuante. Al mismo tiempo, como accionista de la sociedad mutuaria, el director en comento tiene un interés económico significativo en procurar que los términos del contrato de mutuo favorezcan a esta última compañía. La concurrencia de estos intereses contrapuestos suele ser suficiente para que se predique un conflicto de interés, siempre que el director conozca de la existencia del respectivo negocio jurídico[36]. En algunos sistemas, los directores que se encuentren en la hipótesis fáctica antes descrita están obligados a revelar la presencia de un conflicto aunque no participen en la decisión concerniente[37]. Lo anterior podría justificarse por la posibilidad de que el director incida informalmente en la negociación de los términos contractuales del préstamo, lo cual podría ocurrir, por ejemplo, por virtud de su injerencia sobre la actividad del representante legal de la compañía mutuante[38].

36 Bajo las reglas del Capitulo F de la Ley Tipo de Sociedades de Capital ('Model Business Corporation Act' o MBCA) estadounidense, el director descrito en el ejemplo del texto principal estaría incurso en un conflicto de interés si tuvo conocimiento del préstamo, aunque no participe en las negociaciones para fijar los correspondientes términos contractuales (Cfr. el artículo 8.60 de la Ley Tipo de Sociedades de Capital y el numeral 3 del correspondiente comentario oficial).

37 Cfr. el artículo 8.60 de la Ley Tipo de Sociedades de Capital. Para el caso del Reino Unido, puede verse a PL Davies (2008) 529-538 y a D. Kershaw, Company Law in Context (2ª Ed., 2012, Oxford University Press, p. 476-513.

38 El conflicto identificado en este ejemplo, puede desdibujarse aun más si la operación hipotética

Ed. CESA. V rev.

Los anteriores ejemplos dan cuenta de las dificultades conceptuales que representa la tarea de identificar conflictos de interés en el contexto societario. Estos problemas han llevado a que, en muchos países, se introduzcan definiciones legales taxativas que les permitan a los administradores establecer, con claridad, cuándo están incursos en un conflicto de interés[39]. En los Estados Unidos, por ejemplo, la identificación de esta clase de conflictos solía corresponderles exclusivamente a los jueces, quienes debían establecer si, en un caso determinado, existían relaciones económicas o personales que pudiesen entorpecer el discernimiento objetivo de los administradores. Sin embargo, las complejidades propias de la actividad empresarial hacían excesivamente difícil la labor de los jueces e incrementaban la incertidumbre para los administradores, quienes no contaban con reglas claras para orientar su conducta ante posibles conflictos de interés[40]. Por este motivo, en algunos estados se ha optado por reducir el espacio para la intervención judicial, mediante la promulgación de normas en las que se enuncian los casos que pueden dar lugar a un conflicto de interés[41].

Tal vez la regulación más completa sobre la materia puede encontrarse en el Capítulo F de la Ley Tipo de Sociedades de Capital (Model Business Corporation Act)[42]. En el artículo 8.60 de la citada Ley Tipo se han delimitado, con precisión milimétrica, los supuestos fácticos que pueden dar lugar al surgimiento de un conflicto de interés. El primero de tales supuestos abarca aquellos casos en

de mutuo se celebra con una compañía en la que el director cuenta apenas con una participación minoritaria de capital o si el mutuo favorece a sujetos vinculados al administrador por relaciones personales compuestas (p.ej., la cónyuge del sobrino del director).

39 S. Bainbridge (2009) p. 145-151.

40 Resultan relevantes, en este sentido, las explicaciones formuladas en la introducción al comentario oficial del artículo 8.60 de la Ley Tipo de Sociedades de Capital (MBCA, p. 152-154).

41 A. Palmiter y F. Partnoy (2010) 634. Debe advertirse que en el Estado de Delaware no se ha restringido significativamente la potestad de los jueces para analizar la presencia de conflictos de interés en el ámbito societario. S Bainbridge (2009) p. 150.

42 Para una explicación acerca del origen y la función que cumple esta Ley Tipo en los Estados Unidos, cfr. a FH. Reyes Villamizar, Derecho Societario en los Estados Unidos y en la Unión Europea (4ª ed, 2013b, Editorial Legis p. 99-100).

Ed. CESA. V rev.

los que un administrador contrata directamente con la compañía en la que ejerce sus funciones[43]. La segunda hipótesis se presenta cuando el administrador cuenta con un interés económico significativo ('material financial interest') en la operación[44]. Según la Ley Tipo, ese interés económico significativo se concreta en prerrogativas financieras que puedan comprometer la objetividad del administrador, como ocurriría, por ejemplo, si tal sujeto recibe una comisión por la venta de un activo social o tiene una participación accionaria en una compañía que compra ese bien[45]. El tercer y último supuesto contemplado en el artículo 8.60 consiste en que personas vinculadas al administrador ('related person') contraten directamente con la compañía en la que éste ejerce sus funciones o que tengan un interés económico significativo en la correspondiente operación. Para estos efectos, la Ley Tipo delimita el alcance de la expresión 'personas vinculadas', de conformidad con una rigurosa taxonomía en la que pueden encontrarse sujetos tales como cónyuges, hermanos y compañías controladas por el administrador[46]. Esta definición legal, cuyo carácter estrictamente taxativo ha sido criticado por algunos autores, busca reducir la incertidumbre asociada a la necesidad de que un juez determine, en todos los casos, quién es una persona vinculada[47].

43 Cfr. artículo 8.60 (1) (i) de la Ley Tipo de Sociedades de Capital.

44 Cfr. artículo 8.60 (1) (ii) de la Ley Tipo de Sociedades de Capital. En estos casos se requiere, además, que el administrador haya conocido tanto la existencia de la operación como del interés económico sustancial.

45 Cfr. artículo 8.60 (5) de la Ley Tipo de Sociedades de Capital. En el comentario oficial a este artículo se precisa que la participación accionaria debe ser significativa (Cfr. MBCA, p. 160-161).

46 La lista completa incluye a las siguientes personas: (i) el cónyuge del administrador, (ii) los hijos (naturales o adoptivos), nietos, padres (naturales o adoptivos), abuelos, hermanos (naturales, adoptivos o medio-hermanos), tíos, sobrinos del administrador o de la cónyuge del administrador, (iii) los cónyuges de las personas descritas en el numeral anterior, (iv) las personas que viven en la misma casa del administrador, (v) una sociedad controlada por el administrador o por las personas descritas en los numerales anteriores, (vi) una sociedad en la que el administrador ocupe un cargo de administración, (vii) Una persona que tenga una relación de confianza con el administrador (v.gr. mandato, albaceazgo) y (viii) el empleador del administrador o una sociedad controlada por el empleador del administrador.

47 Según Bainbridge, si la compañía contrata con una persona que tiene un vínculo de consanguinidad con el administrador, pero no está incluida en la lista que trae la Ley Tipo (p.ej. los primos del administrador), no podrán aplicarse las reglas del Capítulo F. S Bainbridge (2009), p. 150.

Ed. CESA. V rev.

En síntesis, pues, la definición de conflictos de interés incluida en la Ley Tipo comprende todas aquellas hipótesis en las que el administrador de una sociedad o una persona vinculada al administrador participa directamente en la celebración de una operación con la compañía o sus filiales, así como los casos en los que el administrador de una sociedad o una persona vinculada al administrador cuenta con un interés económico sustancial en una operación celebrada con la compañía o sus filiales[48].

En Colombia, ante la carencia de una definición legal que permita identificar el surgimiento de un conflicto de interés, se ha intentado, por diversos medios, llenar este vacío. Un ejemplo de lo anterior puede encontrarse en la Circular Externa No. 100-006 del 25 de marzo de 2008, en la cual la Superintendencia de Sociedades, por vía administrativa, formula algunas precisiones acerca de la regla del numeral 7 del artículo 23 de la Ley 222. Según el criterio de la entidad, 'existe conflicto de interés cuando no es posible la satisfacción simultánea de dos intereses, a saber: el radicado en cabeza del administrador y el de la sociedad, bien porque el interés sea de aquél o de un tercero'. En la Circular Externa citada se dice, además, que 'los administradores incurren en […] conflicto de interés por interpuesta persona cuando además de los requisitos expuestos previamente, la compañía celebra operaciones con alguna de las siguientes personas: a) El cónyuge o compañero permanente del administrador, o las personas con análoga relación de afectividad; b) los ascendientes, descendientes y hermanos del administrador o del cónyuge del mismo; c) los cónyuges de los ascendientes, de los descendientes y de los hermanos del administrador o del cónyuge del mismo; d) los socios del administrador, en compañías que no tengan la calidad de emisores de valores, o en aquellas sociedades en las cuales dada su dimensión, el administrador conozca la identidad de sus consocios'.

48 Cfr. el comentario oficial al artículo 8.60 de la Ley Tipo (MBCA, p. 160-161).

Ed. CESA. V rev.

Por su parte, la Superintendencia Financiera ha puntualizado que, 'se entiende por conflicto de interés, las situaciones de interferencia entre esferas de interés, en las cuales una persona podría aprovechar para sí o para un tercero las decisiones que él mismo tome frente a distintas alternativas de conducta en razón de la actividad misma que desarrolla y del especial conocimiento que tenga y cuya realización implicaría la omisión de sus obligaciones legales, contractuales o morales a las cuales se halla sujeto'[49].

Auto 2014-801-68 Empresa de Energía de Bogotá S.A. ESP contra Codensa S.A. ESP

Este Despacho se ha pronunciado en diversas oportunidades acerca del régimen colombiano en materia de conflictos de interés. Según se expresó en la Sentencia No. 800-029 del 14 de mayo de 2014, 'las reglas colombianas en materia de conflictos de interés están incluidas entre los postulados que rigen la actividad de los administradores sociales. […] Al igual que en Francia, en nuestro sistema jurídico les corresponde a los accionistas, reunidos en el seno del máximo órgano social, la aprobación de todas aquellas operaciones en las que se presente un conflicto de la naturaleza indicada[50]. En el citado numeral 7 también se contempló un mecanismo de fiscalización judicial que guarda cierta similitud con la práctica

49 Concepto No. 2007059749-001 del 28 de diciembre de 2007. En la jurisprudencia del Consejo de Estado también pueden encontrarse importantes desarrollos sobre la materia estudiada. Cfr. por ejemplo, la sentencia del 21 de octubre de 2010 (Sala de Consulta y Servicio Civil).

50 En el citado numeral 7 se contempla la posibilidad de celebrar negocios jurídicos de la naturaleza mencionada, siempre que se cuente con 'la autorización expresa de la junta de socios o asamblea general de accionistas'. Se trata, como lo afirma Reyes Villamizar, de una 'prohibición de carácter general para ejecutar [actos viciados por un conflicto de interés]'. El mismo autor aclara que la Ley 222 de 1995 'no impide definitivamente la realización de tales actos, sino que somete su celebración a un riguroso procedimiento mediante el cual se pretende, en lo esencial, proteger los intereses de la sociedad, sus asociados y terceros interesados'. FH Reyes Villamizar, SAS: La Sociedad por Acciones Simplificada (2013b, 3ª ed., Editorial Legis, Bogotá, p. 161-162).

Ed. CESA. V rev.

judicial de algunos países anglosajones. Ciertamente, la norma analizada aclara que "la autorización de la junta de socios o asamblea general de accionistas sólo podrá otorgarse cuando el acto no perjudique los intereses de la sociedad". Esta disposición permite la revisión judicial de negocios jurídicos aunque hayan sido aprobados por una mayoría de los accionistas que no tengan un interés en la operación […]. Claro que, en estos casos, al demandante le corresponderá la elevada carga probatoria de demostrar que la operación controvertida es perjudicial para la compañía, a pesar de haber sido aprobada por los principales interesados en proteger el patrimonio social'.

Ahora bien, para resolver la solicitud de medidas cautelares objeto de este auto, debe decirse que el señor Roa Barragán efectivamente ocupa el cargo de miembro principal de las juntas directivas de Empresa de Energía de Cundinamarca S.A. E.S.P. y Codensa S.A. E.S.P. Ello puede constatarse tras la simple revisión de los certificados de existencia y representación legal de ambas sociedades, aportados por el demandante (vid. Folios 24 a 39). También es preciso reiterar que las decisiones impugnadas están relacionadas con la terminación de un negocio jurídico celebrado entre Empresa de Energía de Cundinamarca S.A. E.S.P. y Codensa S.A. E.S.P., es decir, las dos compañías en las cuales el señor Roa ostenta la calidad de administrador.

Así las cosas, el Despacho considera que, en esta etapa del proceso, existen indicios acerca de la posible existencia del conflicto de interés mencionado en la demanda del señor Bustilho de Olivera. En efecto, en su calidad de director de Empresa de Energía de Cundinamarca S.A. E.S.P., cualquier actuación del señor Roa Barragán respecto del referido contrato de asistencia técnica debe cumplirse 'en interés de la sociedad', según dispone el artículo 23 de la Ley 222 de 1995. Con todo, al ocupar un puesto en la junta directiva de Codensa S.A. E.S.P., el señor Roa Barragán debe actuar también en interés de esta última compañía. Al

Ed. CESA. V rev.

confluir en cabeza del señor Roa Barragán los intereses contrapuestos a que se ha hecho referencia, parece haberse configurado la hipótesis fáctica del numeral 7 del artículo 23 de la Ley 222 de 1995. De ser ello cierto, el señor Roa Barragán deberá obtener la anuencia de la asamblea general de accionistas de Empresa de Energía de Cundinamarca S.A. E.S.P. para poder participar en cualquier gestión relacionada con la terminación del contrato de asesoría técnica suscrito entre aquella compañía y Codensa S.A. E.S.P. A pesar de lo anterior, según se expresa en la demanda, 'el señor Ricardo Roa no recibió autorización, ni expresa ni tácita de la Asamblea General de Accionistas de la Empresa de Energía de Cundinamarca S.A. E.S.P. […]' (vid. Folio 6).

Adicionalmente, el Despacho pudo establecer que el voto del señor Roa fue determinante para la adopción de las decisiones controvertidas en este proceso. Esta circunstancia puede apreciarse con claridad en el escrutinio obtenido para la aprobación de las diferentes determinaciones discutidas en los puntos 5.1 a 5.4 de la reunión del 31 de marzo, según se muestra a continuación:

Votos a favor	**Abstenciones**
Ricardo Roa	Álvaro Cruz Vargas
David Riaño	Paulo Orozco
Manuel Camargo	Aurelio Bustilho
Gabriel Rojas	

Es decir que, de descontarse el voto emitido por el señor Roa Barragán, las decisiones impugnadas no habrían obtenido la aprobación de la mayoría de los miembros de la junta directiva de Empresa de Energía de Cundinamarca S.A.

Ed. CESA. V rev.

E.S.P. que se encontraban presentes en la reunión del 31 de marzo de 2013[51].

Así las cosas, el Despacho debe concluir que el demandante ha acreditado que las probabilidades de éxito de sus pretensiones justifican la práctica de la medida cautelar solicitada.

Es del caso mencionar que en la autorregulación y en particular en el Código de Mejores Prácticas Corporativas, en las Medidas No. 21.1 a 21.5 se hace una extensa referencia a prácticas para la detección y gestión adecuada del conflicto de intereses, como es el que la compañía cuente con una política y un procedimiento definido y formalizado en la normativa interna para el conocimiento, administración y resolución de las situaciones de conflicto de interés; que ese procedimiento distinga la naturaleza de los conflictos de interés, diferenciando entre conflicto de interés esporádico o permanente; que los miembros de la junta directiva, y demás administradores de la sociedad informen periódicamente a la junta de las relaciones, directas o indirectas, que mantengan entre ellos o con cualquier grupo de interés, de las que pudieran derivarse situaciones de conflicto de interés o influir en la dirección de su opinión o voto; que las situaciones de conflicto de interés que obligarían al afectado a abstenerse de una reunión y/o votación sean recogidas en la información pública que con carácter anual publica la sociedad en su página web, entre otras.

De otro lado, la Guía Colombiana de Gobierno Corporativo para Sociedades Cerradas, en su Medida 26 efectúa recomendaciones para que

51 En los términos del artículo 5 del Decreto 1925 de 2009, este Despacho cuenta con la posibilidad de decretar la 'nulidad absoluta de los actos ejecutados en contra de los deberes de los administradores consagrados en el numeral 7° del artículo 23 de la Ley 222 de 1995'.

Ed. CESA. V rev.

en el informe de gestión que deben presentar los miembros de las juntas y todos los administradores, revelen las operaciones celebradas con los administradores, asociados y personas vinculadas a éstos y aquellos.

6.9. Rendición de Cuentas de los Miembros de Juntas Directivas

De acuerdo con el artículo 45 del Código de Comercio, se establece que los administradores, incluida la Junta Directiva al final de cada ejercicio, dentro del mes siguiente a la fecha en la cual se retiren de su cargo (para cada miembro de junta resultaría aplicable aspecto) o cuando se los exija el órgano correspondiente, (en el caso de las juntas la asamblea de accionistas o junta de socios) deben rendir cuentas comprobadas de su gestión.

La forma de rendir cuentas al final de cada ejercicio está consagrada en el artículo 46 del citado Código, según el cual deben presentar a las asambleas de accionistas o juntas de socios un informe de gestión para su aprobación o improbación, junto con los estados financieros y un proyecto de distribución de utilidades, y en artículo 47 se señala cual es el contenido del informe de gestión.

Ed. CESA. V rev.

6.10. Prohibiciones para las Juntas Directivas y sus Miembros

Como lo menciona la Cartilla para Administradores de la Superintendencia de Sociedades del año 2009, el Código de Comercio establece diversas prohibiciones para los administradores que incluyen a los miembros de juntas directivas. Estos no pueden:

Representar, salvo en los casos de representación legal, en las reuniones de la asamblea o junta de socios, acciones distintas de las propias, ni sustituir los poderes que les sean conferidos (artículo 185).

Votar los balances y cuentas de fin de ejercicio ni las de liquidación, salvo los suplentes que no hayan ejercido el cargo en dicho periodo (artículo 185, Código de Comercio). Esta prohibición no es aplicable a un miembro de junta de una Sociedad por Acciones Simplificada S.A.S., en virtud del artículo 38 de la Ley 1258 de 2008, a menos que sea expresamente pactada en los estatutos, pero si resulta aplicable en todos los casos para los demás tipos societarios.

Enajenar o adquirir, por si o por interpuesta persona, acciones de la misma sociedad mientras estén en ejercicio de sus cargos, salvo en operaciones ajenas a motivos de especulación y que cuenten con la autorización de la junta directiva otorgada con las dos terceras partes de sus miembros, excluido el del solicitante o de la Asamblea General, con el voto favorable de la mayoría ordinaria prevista en los estatutos, excluido el del solicitante (artículo 404, Código de Comercio). Esta prohibición no es aplicable a un miembro de junta de una Sociedad por Acciones Simplificada S.A.S.,

Ed. CESA. V rev.

en virtud del artículo 38 de la Ley 1258 de 2008, a menos que sea expresamente pactada en los estatutos, pero si resulta aplicable en todos los casos para los demás tipos societarios.

Cuando son accionistas, celebran acuerdos con otros accionistas y se comprometen a votar en igual o determinado sentido en las asambleas (artículo 70, Ley 222 de 1995).

Participar por si o por interpuesta persona en interés personal o de terceros, en actividades que impliquen competencia con la sociedad o en actos respecto de los cuales exista conflicto de intereses, a menos que administre dicho conflicto previamente, de acuerdo con lo previsto en el artículo 23 numeral 7 de la Ley 222 de 1995, aspecto sobre el que nos referimos ampliamente en el acápite anterior.

Ser designados o ejercer en forma simultánea un cargo directivo en más de cinco juntas, aun tratándose de sociedades matrices y sus subordinadas, siempre que los hubiera aceptado (artículo 202, Código de Comercio). Esta prohibición no es aplicable a un miembro de junta de una Sociedad por Acciones Simplificada S.A.S., en virtud del artículo 38 de la Ley 1258 de 2008, a menos que sea expresamente pactada en los estatutos, pero si resulta aplicable en todos los casos para los demás tipos societarios.

Formar en las juntas directivas mayorías con personas ligadas entre sí por matrimonio o por parentesco dentro del tercer grado de consanguinidad o segundo de afinidad o primero civil, excepto en las sociedades reconocidas como de familia (artículo 435, Código de Comercio). Esta prohibición no es aplicable a un miembro de junta de una Sociedad por Acciones Simplificada S.A.S., s, en virtud del artículo 38 de la Ley 1258

Ed. CESA. V rev.

de 2008, a menos que sea expresamente pactada en los estatutos, pero si resulta aplicable en todos los casos para los demás tipos societarios.

Por supuesto, existen prohibiciones particulares para los miembros de juntas directivas de entidades que se encuentren sujetas a la supervisión de la Superintendencia Financiera, las cuales no serán tratadas en este libro.

6.11. Proyecto de Ley 70 de 2015

En el momento de imprimir este libro surgió una iniciativa de reforma a la Ley Mercantil Colombiana en materia de sociedades, la cual plantea importantes cambios en la regulación de las juntas directivas, motivo por el que realizaremos en este aparte una breve mención a dicha propuesta de reforma liderada por la Superintendencia de Sociedades, con el propósito de advertir algunos de los posibles cambios que pueden afectar a los miembros de las juntas directivas y al dinamismo de este órgano de administración.

En primer lugar, el artículo 2 numeral 4 del proyecto de reforma, permite que los miembros de las juntas prescindan de suplentes en las sociedades colectivas, en comandita simple, en comandita por acciones, de responsabilidad limitada y en las sociedades anónimas, siempre y cuando las empresas existentes adopten una reforma estatutaria aprobada con las mayorías previstas en sus estatutos o en su defecto en la ley. Este aspecto contribuirá en particular a resolver en las empresas colombianas el debate sobre los suplentes abordado en este libro, en la actualidad un beneficio exclusivo de la S.A.S. y de las sociedades anónimas emisoras de valores en

Ed. CESA. V rev.

el mercado público y, por lo tanto, constituye cambio que contribuiría al mejor funcionamiento de las juntas directivas colombianas.

En su artículo 4 el proyecto contempla la posibilidad de que, por medio de reformas estatutarias adoptadas por unanimidad de los asociados, los tipos societarios mencionados anteriormente puedan también prescindir de la aplicación de algunas prohibiciones que afectaban a los miembros de las juntas directivas de tipos distintos de la S.A.S., como son; (i) la prohibición de representar a los asociados en las asambleas o juntas de socios, y de votar balances o cuentas de fin de ejercicio (artículo 185 del Código de Comercio), y (ii) la que se refiere a la conformación de juntas directivas con personas vinculadas con parentesco (artículo 454 del Código de Comercio).

En este mismo sentido, respecto de la elección de las juntas directivas, el artículo 5 del proyecto establece que mediante reforma estatutaria aprobada por unanimidad en las sociedades anónimas, y en comandita por acciones, se podrán establecer métodos diferentes al de cociente electoral para elegir la junta directiva. Sin embargo, cabe preguntarse si esta previsión para hacerla aplicable debe aclararse para los tipos societarios como la colectiva, la limitada y la sociedad en comandita simple, por cuanto para estos tipos societarios continuaría vigente la exigencia del artículo 197 del Código de Comercio para la elección de cualquier órgano colegiado, y no se vislumbra ninguna razón por la que una junta directiva en este tipo de sociedades no pudiese ser elegida por otros métodos.

El proyecto establece que a las sociedades creadas con posterioridad les serán aplicables directamente los beneficios mencionados, sin requerir reforma estatutaria alguna, y que estos no serán aplicables para las sociedades sujetas a la vigilancia de la Superintendencia Financiera.

Ed. CESA. V rev.

El segundo aspecto relevante del proyecto de reforma, tiene relación con la responsabilidad de los administradores, para lo cual dedica el capítulo III, el cual modifica por completo el régimen actual. En cuanto a la calidad de administradores que tienen los miembros de la junta directiva y sus comités, el proyecto señala expresamente en el artículo 12 que los miembros tienen la calidad de administradores, y en ese mismo sentido en el numeral 7 de dicho artículo hace referencia a lo que podrían ser los comités de la junta directiva, cuando consagra que son administradores los miembros de comités u otros cuerpos colegiados que cumplan funciones de administración, conforme al acto que hubiere ordenado su creación.

Si en el acto que ordena su creación los miembros de los comités de la junta no son considerados administradores, en su artículo 13 el proyecto hace extensiva la norma ya conocida para los administradores de hecho, según la cual las personas naturales o jurídicas que, sin ser administradores, se inmiscuyan en una actividad positiva de gestión, administración o dirección de la sociedad, incurrirán en las mismas responsabilidades y sanciones aplicables a los administradores conforme a la ley. Lo anterior quiere decir que difícilmente el miembro de un comité de una junta directiva podrá considerar que no tiene la misma responsabilidad que un administrador y, por lo tanto, deberá dar cumplimiento a los deberes de lealtad y diligencia correspondientes, para evitar ser objeto de condenas por responsabilidad.

En este mismo sentido, uno de los aspectos más relevantes de esta reforma para los miembros de las juntas directivas se refiere al deber de cuidado. El artículo 14 lo define al señalar que un administrador (o un miembro de junta directiva o de sus comités) debe cumplir sus funciones

Ed. CESA. V rev.

con la diligencia que una persona prudente juzgaría razonable, a la luz de las circunstancias propias de cada decisión.

Si bien se define este deber de cuidado, la reforma incorpora una visión desarrollada por el derecho anglosajón conocida como la regla de la discrecionalidad de los negocios, la cual en el artículo 17 del proyecto es llamada deferencia al criterio empresarial de los administradores, y según la cual los jueces deben respetar el criterio de los administradores en la toma de decisiones relacionadas con el ejercicio de su cargo, siempre que tales determinaciones correspondan a un juicio razonable y suficientemente informando, aspecto muy importante de evidenciar y documentar por parte de los miembros de las juntas directivas. En este caso, a menos que se compruebe la mala fe o la violación de la ley o de sus deberes, los administradores no serán responsables por las decisiones que se originen en sus decisiones de negocios.

Así las cosas, las juntas directivas colombianas podrán adoptar decisiones con mayor discrecionalidad respecto del resultado de las mismas, pero ello no implicará irresponsabilidad puesto que de comprobarse su mala fe, violación de la ley o de sus deberes, su decisión podrá ser examinada por el juez societario.

De particular importancia resulta el rol impuesto a los Comités respecto de la responsabilidad de los administradores, como podrían ser los miembros de la junta directiva, puesto que consagra el proyecto, en el artículo 18, que si un administrador adopta una decisión de buena fe, sin violar la ley, cumpliendo el deber de lealtad, con fundamento en una recomendación proferida por un comité de reconocida idoneidad técnica e independencia, elegido por la junta directiva, la asamblea general de

Ed. CESA. V rev.

accionistas o la junta de socios, no será responsable por los perjuicios que se originen. En este evento la jurisprudencia deberá desarrollar lo que se entiende como idoneidad técnica e independencia de un comité, y seguramente las prácticas y estándares de gobierno corporativo recomendadas para este tipo de órganos serán de ayuda para estas definiciones, y mucho más para el funcionamiento de estos órganos, que como se vislumbra tendrán mayor relevancia para un miembro de junta directiva a partir de esta posible reforma.

Si bien el proyecto adopta esta deferencia, resulta mucho más minucioso al establecer la lealtad con la que debe obrar un administrador o un miembro de la junta directiva o de sus comités, puesto que establece que sus actuaciones siempre se debe cumplir en función de los mejores intereses de la sociedad. Señala concretamente que debe adoptar conductas en cumplimiento del deber de lealtad, manteniendo el deber de abstenerse de obrar en conflicto de interés o en competencia, a menos que de cumplimiento al procedimiento establecido en la ley. Para lo cual anterior, en esta oportunidad se contempla cuando hay conflicto de interés por parte de un administrador, se señala cuando se considera que una persona está vinculada a un administrador, y se manifiesta el procedimiento para administrar el conflicto de interés, haciendo referencia inclusive al caso de un administrador miembro de la junta directiva que debe revelar la existencia de conflicto tan pronto como este se presente, para que se convoque de modo inmediato a la asamblea general de accionistas o la junta de socios.

En el proyecto de reforma se desarrollan tres eventos de responsabilidad para un administrador que obra en conflicto de interés, lo cual depende del grado de autorización obtenida y del involucramiento con la

Ed. CESA. V rev.

operación o el interés que tengan en el acto u operación quienes lo autorizan, y como una importante modificación al régimen actual se establece en el parágrafo del artículo 22 que, para las sociedades emisoras de valores dicha autorización puede ser impartida por la mayoría de los miembros independientes de la junta directiva que carezcan de un interés en el acto u operación respectivo, diferente a aquel que deriva de su calidad de asociado. La anterior expresión la consideramos una imprecisión que habrá de corregirse en el curso de los debates a esta propuesta, puesto que de acuerdo con las definición de independiente, asumida en la regulación colombiana, y conforme con los estándares internacionales, en ningún caso un independiente podría tener un interés en calidad de asociado, y de entenderse que alguien pueda conocer de la operación u acto para autorizarlo por su calidad de asociado, estaríamos bajo el mismo supuesto de la norma que busca exceptuar, esto es que la asamblea o la junta de socios sea la que deba autorizar la operación.

Ed. CESA. V rev.

Anexo

Lineamientos de los organismos multilaterales y nacionales

Debido a la importancia que reviste la junta directiva como órgano de gobierno, los diferentes organismos multilaterales y nacionales han promulgado lineamientos que se espera sirvan de base para la implementación de buenas prácticas de gobierno a nivel de las empresas, y guíen a los reguladores para la promulgación de leyes que fortalezcan los marcos legales a nivel país.

A continuación presentamos los lineamientos más relevantes para conocimiento del lector, tomados al pie de la letra de los principales documentos emitidos por cada organismo multilateral o nacional. Este aparte pretende entonces recoger las recomendaciones existentes para facilitar su consulta. Reconocemos los derechos de autor de cada una de estas recomendaciones, mediante la cita de los documentos fuente.

A.1. Principios de gobierno corporativo de la OCDE – 2004[52]

52 Recomendaciones tomadas textualmente de: OCDE (2004a). *Principios de gobierno corporativo de la OCDE*, OECD, París.

Ed. CESA. V rev.

VI. 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 este frente a la empresa y los accionistas.

A. Los miembros del Consejo deberán actuar disponiendo siempre de la información más completa, de buena fe, con la diligencia y atención debidas y en el más alto interés de la sociedad y de los accionistas.

B. En los casos en los que las decisiones del Consejo puedan afectar de forma diferente a distintos grupos de accionistas, el Consejo deberá conceder un trato justo a todos los accionistas.

C. El Consejo deberá aplicar unos niveles de ética muy elevados. Deberá tener siempre en cuenta los intereses de las partes interesadas.

D. El Consejo deberá desempeñar determinadas funciones clave, que incluyen:

1. La revisión y orientación de la estrategia de la empresa, de los principales planes de actuación, de la política de riesgos, de los presupuestos anuales y de los planes de la empresa; el establecimiento de objetivos en materia de resultados; el control del plan previsto y de los resultados obtenidos por la empresa; y la supervisión de los desembolsos de capital, las adquisiciones y desinversiones de mayor cuantía.

2. El control de la eficacia de las prácticas de gobierno de la sociedad y la introducción de los cambios necesarios.

Ed. CESA. V rev.

3. La selección, la retribución, el control y, en su caso, la sustitución de los directivos principales, y la supervisión de los planes de sucesión.

4. El alineamiento de la retribución a los directivos principales y miembros del Consejo con los intereses de la sociedad y de los accionistas a largo plazo.

5. Garantizar la formalidad y transparencia del proceso de propuesta y elección de los miembros del Consejo.

6. El control y gestión de conflictos potenciales de interés entre directivo, miembros del Consejo y accionistas, incluida la utilización indebida de los activos de la empresa y los abusos en operaciones de partes vinculadas.

7. Garantizar la integridad de los sistemas de presentación de informes contables y financieros de la sociedad, incluida la auditoría independiente y la disponibilidad de sistemas de control adecuados y, en particular, de sistemas de gestión del riesgo, de control financiero y operativo, y garantizar la adecuación de estos sistemas a la ley y a las normativas aplicables.

8. La supervisión del proceso de revelación de datos y de las comunicaciones.

E. El Consejo deberá tener la posibilidad de realizar juicios objetivos e independientes sobre cuestiones relativas a la sociedad.

1. Los Consejos deberán considerar la posibilidad de designar un número suficiente de miembros no ejecutivos del Consejo, con capacidad para realizar juicios independientes sobre tareas en las que

Ed. CESA. V rev.

pueda existir un conflicto potencial de intereses. Entre las citadas responsabilidades clave figuran, por ejemplo, la de garantizar la integridad de los sistemas de presentación de informes financieros y no financieros, el examen de las operaciones de partes vinculadas, el nombramiento de los miembros del Consejo y directivos principales y la retribución a dichos miembros.

2. En caso de que se creen comisiones dentro del Consejo, el mandato, la composición y los procedimientos de trabajo de estas deberán quedar claramente definidos y ser revelados por parte del Consejo.

3. Los miembros del Consejo deberán tener la posibilidad de comprometerse de manera efectiva con sus responsabilidades.

F. Para poder cumplir con sus responsabilidades, los miembros del Consejo deberán tener acceso a una información precisa, relevante y oportuna.

A.2. White paper sobre gobierno Corporativo en América Latina – 2004[53]

V. Responsabilidades del Directorio

53 Buscando ambientar estos principios de gobierno corporativo para América Latina, en abril del año 2000 se reunió por primera vez la Mesa Redonda de Gobierno Corporativo Latinoamericana, organizada con la colaboración de la OCDE, el Banco Mundial, la Corporación Financiera Internacional y socios regionales tanto públicos como privados (OCDE, 2004b). Entre los participantes permanentes de esta mesa se encuentran, entre otros, reguladores, líderes corporativos, representantes de los trabajadores e inversionistas. La mesa cuenta con el apoyo directo del Foro Global de Gobierno Corporativo (GCGF), el fondo fiduciario fundado por el Banco Mundial y la OCDE en 1999, adscrito al Servicio de asesoría de la IFC, que se encarga de recibir recursos de múltiples donantes. El trabajo realizado por la mesa redonda, se publicó en el año 2004 como *"White paper" sobre gobierno corporativo en América Latina*.

Recomendaciones tomadas textualmente de OCDE (2004a). *Principios de gobierno corporativo de la OCDE*, OECD, París.

Ed. CESA. V rev.

Integridad del directorio e independencia de los directores:

87. El marco legal, así como también las prácticas generalmente aceptadas, deberían reflejar que todos los directores, individual y colectivamente, debieran actuar en el interés de la compañía y de todos sus accionistas. No obstante que los votos de los accionistas individuales o de grupos de accionistas puedan colocar un director en el directorio, esto no implica que dichos accionistas puedan controlar la conducta de dicho director en su calidad de miembro del directorio.

88. En el desempeño de sus deberes, el directorio no debe actuar o ser visto actuando, como una asamblea de representantes para diversos sectores. Mientras que un miembro individual del directorio puede ser sin lugar a dudas nombrado o elegido por un solo accionista o un grupo de éstos con pensamientos afines que votan en conjunto, debería quedar muy claro que una vez que ellos han asumido sus responsabilidades como miembros del directorio, todos ellos están sujetos a los mismos deberes según se prescribe en la ley de compañías, en los documentos autorizados y otros documentos relevantes. Una importante característica del trabajo del directorio, es que los deberes de cada miembro de éste, sin importar cómo fueron elegidos, sean efectuados de una manera igualitaria con respecto a los intereses de la compañía y de todos los accionistas.

89. Los documentos autorizados de muchas compañías disponen que los accionistas minoritarios y otros puedan nombrar miembros en el directorio. Sin lugar a dudas, este *White Paper* y muchos códigos modelo, recomiendan que se adopten mecanismos que aseguren que los accionistas minoritarios tengan una oportunidad de contribuir al gobierno de la compañía por medio del nombramiento de directores. Esto no debe ser interpretado como un endoso para directores de "sectores", sino que por el contrario, como un medio de lograr el tipo de diversidad de experiencias y una visión en el directorio que sea deseable.

Ed. CESA. V rev.

90. Los documentos autorizados y otros documentos relevantes que permiten a los accionistas interferir en el ejercicio de sus deberes por parte de los directores, para actuar en el mejor interés de la compañía y de todos los accionistas, en áreas que están dentro de la competencia del directorio, deben ser evitados. Los accionistas expresan su voluntad y protegen sus intereses a través del ejercicio de sus derechos contractuales y legales, incluyendo la participación en Asambleas de Accionistas, y no por medio de instruir a los directores acerca de cómo votar en el directorio. El marco legal y los documentos autorizados de la compañía no deberían permitir prácticas (tales como las "reuniones previas" y las instrucciones acerca de cómo votar, por parte de accionistas cuyos votos han colocado a un director en el directorio), donde los accionistas pueden limitar la capacidad de los directores para ejercitar sus deberes para actuar en el mejor interés de la compañía y de todos los accionistas.

91. En el caso de compañías controladas por un solo accionista o por un grupo de accionistas actuando de consuno, el directorio tiene una responsabilidad de asegurar que el rol especial del propietario de control es entendido por otros inversionistas y para asegurar que la relación entre la compañía y el propietario de control es conducida de manera justa y transparente.

92. En la práctica, los propietarios del control pueden por cierto contribuir con un aporte valioso, contactos y redes de trabajo que benefician el trabajo del directorio y las operaciones corporativas. Cuando este es el caso, no obstante es crucial que estas relaciones sean bien entendidas y comunicadas y que la compensación a ser suministrada a los propietarios de control a cambio por dichas contribuciones, esté fijada cuando la contribución es hecha y que no sea determinada por el propietario de control más tarde y a su sola discreción.

Ed. CESA. V rev.

93. Se requiere una mayor especificidad en el marco legal de la región, con respecto a los pasos de procedimiento que los directores deben tomar para cumplir con sus deberes de cuidado y lealtad hacia la compañía.

94. Los marcos legales de la región son razonablemente claros, en el sentido que los directores deben a la compañía (y por extensión a sus accionistas) un deber de lealtad y uno de cuidado. No obstante, aún existen vacíos en el marco legal con respecto a las responsabilidades específicas de los directores, en casos de eventos corporativos extraordinarios que requieren de la aprobación de los accionistas, tales como los cambios de control, fusiones, reestructuraciones, nuevas inversiones substanciales, venta de activos críticos y transacciones con partes relacionadas. Dada la escasez de experiencia y precisión en la interpretación del deber de lealtad y cuidado por las cortes en los países de la región, los legisladores y reguladores debieran favorecer las reglas de "*bright line*" que disponen que ciertos eventos específicos impulsen pasos procesales bien definidos que los directores deberán tomar. Uno de los asuntos claves, que dichas reglas de "*bright line*" deben estar diseñadas para tratar, es el desequilibrio en la información entre accionista de control, directores y administradores por una parte y los accionistas minoritarios por la otra. En dichos casos, la ley, los requerimientos de afiliación a la bolsa de comercio y los estatutos de la compañía, deberían como mínimo requerir a todos los directores, que revelen individualmente cualquier tipo de intereses en la transacción que está sometida a consideración y a proporcionar una opinión por escrito bajo su firma a los accionistas con sus recomendaciones.

95. Para promover la integridad del directorio, los accionistas deberían tratar de tener un número suficiente de directores que sean independientes de la administración y de los accionistas de control.

Ed. CESA. V rev.

96. La administración de la compañía debería ver al directorio como un recurso valioso. Esto requiere que los directores estén dispuestos y sean capaces de llegar a juicios independientes y a proporcionar una dirección objetiva al Presidente del Consejo de Administración y a la administración principal. De manera importante, los directores independientes pueden jugar un papel clave en muchas de las funciones más críticas del directorio, tales como la revisión de transacciones entre partes relacionadas y supervigilando la auditoría y los controles internos. Las relaciones entre directores y accionistas de control, no comprometen automáticamente la capacidad de los directores para ejercer su juicio en forma independiente de la administración, pero es en el interés general de la compañía y de todos los accionistas, que el directorio también incluya directores que no sean ni administradores ejecutivos de la compañía y que no estén ligados directamente con los accionistas de control.

97. Mientras que se han realizado progresos en los últimos escasos años, aún existe mucho espacio para mejora en las prácticas de nombrar directores que pueden contribuir con juicios independientes. Dado que el criterio objetivo para "independencia" puede variar entre países y compañías, dependiendo de los patrones de control y afiliaciones con otras compañías, la definición de independencia para una compañía individual puede ser útilmente referida con relación a códigos nacionales, reglamentos o pautas de buenas prácticas que reflejen las circunstancias nacionales. Sin perjuicio de cómo una compañía define "independencia", los accionistas necesitan estar activamente involucrados en el proceso de desarrollar dicho criterio a favor de la independencia.

98. Un criterio básico en todos los casos, es que los ejecutivos corporativos no pueden servir como directores independientes. Diversos países en América Latina ya requieren la separación del Presidente del Consejo de Administración y del Presidente del Directorio, algo que debe ser mirado como "buena práctica"

Ed. CESA. V rev.

también en las jurisdicciones de América Latina, donde dichos requerimientos obligatorios no existen.

99. En orden a fortalecer adicionalmente la capacidad y contribuciones efectuadas por los directores independientes, la compañía puede considerar la posibilidad que los directores independientes se reúnan entre ellos sobre una base regular (esto es, separados de los administradores y los directores asociados con los accionistas de control). También deberían ser capaces de contar con recursos financieros y profesionales adecuados para desempeñar sus funciones de una manera informada y profesional.

100. Las prácticas y estructuras del directorio deberían reforzar la capacidad de los miembros individuales del directorio y de éste como un todo, para actuar independientemente de la administración y de los accionistas de control.

101. La mejora de las prácticas y estructuras del directorio, incluyendo a los comités permanentes, pueden incrementar la efectividad y credibilidad del directorio. Dichas mejoras son particularmente importantes cuando existe una amplia creencia que los directores afiliados con los accionistas de control, la administración u otras partes interesadas, serán discriminados en las decisiones que involucran los intereses de dichas partes. Cada compañía debería tener una política muy clara, fijando cómo su directorio considerará y decidirá estos asuntos que involucran potenciales conflictos de intereses. Dichas políticas deberán ser redactadas tomando en consideración las particulares circunstancias de los negocios de la compañía, su propiedad y administración y la composición de su directorio. Las políticas del directorio deberían requerir que los directores que tienen una afiliación con una parte interesada en una transacción que ha sido sometida a consideración, se abstenga de las discusiones y votación del directorio. Cuando la naturaleza de los negocios de la compañía es tal, que dichas transacciones son un

Ed. CESA. V rev.

lugar común, la mejor solución puede ser la de establecer un "comité de conflictos" del directorio de carácter permanente, con claros términos de referencia y que estará formado por directores que no están afiliados con las partes involucradas.

102. Los reguladores y las bolsas de comercio deberían tomar medidas para acelerar el proceso de establecimiento de los comités del directorio, con al menos una mayoría de directores independientes, para servir en funciones que pueden involucrar conflictos de interés inherentes. Los ejemplos incluyen la supervigilancia de las auditorías, revisión de remuneraciones y de transacciones con partes relacionadas.

103. Las prácticas en el ámbito mundial se están moviendo claramente en dirección hacia un mayor rol para aquellos comités de propósitos especiales de los directorios, particularmente en las áreas de auditoría y remuneraciones. El contexto de los códigos nacionales para buenas prácticas y políticas de gobierno corporativo, adoptados por importantes compañías latinoamericanas, también refleja un creciente consenso, acerca de que los comités de propósitos especiales, pueden constituir un medio eficaz, para asegurar que de hecho el directorio ejecute funciones claves y como un medio de dar seguridad a los inversionistas. No obstante, una mayoría de las compañías latinoamericanas cotizadas en bolsa necesitan hacer más aún, en orden a desarrollar prácticas de comité eficaces.

104. En orden a asegurar líneas claras de responsabilidad y de información para todo el directorio y finalmente para la compañía y sus accionistas, solamente miembros del directorio deben ser miembros de los comités de éste. Los miembros de los comités del directorio con responsabilidad para supervisar funciones críticas de administración y de conflictos de intereses, debieran reunirse entre ellos sobre la base de un programa regular. Los miembros independientes del comité de auditoría debieran reunirse periódicamente con los auditores externos de la compañía sin la presencia de los administradores. No obstante, en la

Ed. CESA. V rev.

práctica ordinaria de las reuniones, figuras claves de la administración tales como el Presidente del Consejo de Administración, el Jefe Ejecutivo Financiero y aquellos a cargo de los controles internos, puede esperarse que atiendan a reuniones del comité de auditoría.

105. Cuando se establecen comités para propósitos especiales, sus remitidos, composición, procedimientos de trabajo y actividades principales, deberían ser documentadas formalmente e informadas.

106. Mientras que el uso de los comités de propósitos especiales del directorio se ha expandido alrededor del mundo en los años recientes, aún existe una gran confusión en muchas jurisdicciones, concernientes a su situación jurídica, responsabilidades, composición, etc. En orden a que estos comités puedan actualmente mejorar el funcionamiento del directorio y asegurar a los inversionistas que ellos sirven a un significativo propósito, su rol, mandato, estatuto y composición debería ser clarificado y comunicado al mercado, incluyendo la emisión de informes periódicos a los accionistas sobre sus principales actividades.

107. Los creadores de política y reguladores deberían revisar la experiencia con organismos internos de vigilancia y revisar el marco legal para que refleje una evaluación realista acerca de su futura utilidad.

108. De manera tradicional, los organismos internos de vigilancia corporativa (por ejemplo, consejos fiscales, revisores fiscales, síndicos, comisarios), pueden a veces jugar un rol complementario del directorio para proteger los intereses de minorías particularmente vulnerables, tales como a los tenedores de acciones sin derecho a voto o aquellas con derecho a voto limitados. En dichas instancias, los creadores de políticas y reguladores deberían trabajar para reforzar su efectividad, por medio de proporcionarles la adecuada autoridad dentro de la compañía para ejercitar sus deberes de una manera eficaz. Las compañías necesitan proveer

Ed. CESA. V rev.

a dichos organismos con los recursos requeridos para cumplir con sus roles y deberían comunicar a los accionistas tanto los remitidos de dichos organismos y las actividades a las que ellos se obligan para la protección de la compañía y la de sus accionistas.

109. No obstante, los profesionales habilitados y los legisladores necesitan ser realistas acerca de las funciones, responsabilidades y capacidad práctica de los consejos fiscales, revisores fiscales, síndicos y comisarios. En muchos casos, es probable que los comités del directorio prueben que pueden ser superiores en la protección de los derechos de los accionistas y asegurar una eficaz administración de la compañía en el largo plazo. En todo caso, los tradicionales órganos internos de vigilancia corporativa no pueden ser substitutos de, y algunas veces pueden duplicar el trabajo de un comité de auditoría del directorio de buen funcionamiento, al supervisar la suficiencia de los sistemas de control internos de la compañía y la integridad de su auditoría externa independiente. Debido a que los comités del directorio están formados por directores con una relación directa con los otros miembros de éste y de la administración, ellos pueden contar con los recursos del directorio, ya que los directores involucrados en el desarrollo de estrategias y de supervisar los negocios de la compañía, los miembros de los comités de auditoría u otros especiales, tienen un mayor acceso a la administración y a la información.

110. Los creadores de políticas y las compañías deberían considerar cuidadosamente si los beneficios de permitir directores "alternos" o "suplementarios" justifica los potenciales riesgos a la efectividad del directorio. Cuando de hecho fuere el caso de que se permita dicha clase de directores, el marco legal y cuando fuere necesario, documentos autorizados de la compañía, deberían dejar claramente de manifiesto cuáles son los roles y responsabilidades de los directores que sirven como "alternos" o "suplementarios" y cuáles son las implicancias para los directores "a tiempo completo" o "principales".

Ed. CESA. V rev.

La existencia de directores "alternos" o "suplementarios" jamás debe ser permitida para diluir los incentivos para todos los directores, para que ejecuten diligentemente sus deberes en el mejor interés de la compañía y accionistas.

111. En muchas, sino en la mayoría de las jurisdicciones de la región, se permite que el directorio de una compañía incluya tanto directores principales como alternos (o "suplentes"). Dichos directores por lo general tienen el derecho de asistir a las reuniones del directorio, pero sólo pueden ejercer legalmente su voto en el evento de ausencia de un director principal (a menudo el director principal con quien el director alterno se pareó cuando fue elegido por la Junta General de Accionistas). En algunos casos, la distinción entre directores principales o alternos es ignorada en la práctica, estando todos los directores involucrados en actividades del directorio y la mayoría, sino todas las decisiones son tomadas en consenso. No obstante, en otras circunstancias, la existencia de alternos puede reducir la intensidad del compromiso de los directores principales, incluyendo su asistencia las reuniones del directorio y al mismo tiempo que le envía una señal a los alternos en el sentido que ellos son algo más que observadores. El resultado también puede ser una participación menos que suficiente de ambos conjuntos de directores. Cuando ese es el caso, el marco legal o los documentos autorizados de la compañía debieran abolir la práctica de los directores alternos. En cada uno de los casos, los accionistas y directores deberían comprender claramente aquello que se espera de los directores alternos, en términos de participación en las actividades del directorio y sus responsabilidades legales con relación a la compañía y sus accionistas.

Desarrollo de una cultura de directores eficaces:

112. Todas las compañías, ya sea que estén cotizadas en bolsa o que se mantengan como privadas, deberían desarrollar y poner a disposición de sus accionistas un

Ed. CESA. V rev.

conjunto de políticas escritas que definan el rol y los procedimientos de trabajo del directorio y sus directores.

113. Un directorio eficiente agrega valor a las operaciones de la compañía a través de una cantidad de dimensiones. En orden a lograr una mayor eficiencia del directorio y ofrecer a los accionistas una mayor claridad acerca de cómo el directorio intenta cumplir con sus responsabilidades, es importante que los miembros de éste por sí mismos, estén activamente comprometidos en la formulación de sus tareas y procedimientos de trabajo. Una manera útil de llevar esto a cabo, es la de elaborar un documento escrito que pueda servir como guía, así como también, como una herramienta para la evaluación. Este documento debería ser puesto a disposición de todos los accionistas. Las partes relevantes debieran ser incluidas en el informe anual, que también debería registrar las actividades del directorio, las competencias de los miembros individuales del directorio y su participación en las reuniones de éste.

114. El directorio debería asegurar el cumplimiento de las leyes aplicables y buscar que el afianzamiento de una cultura ética penetre las operaciones de la compañía.

115. El interés de largo plazo de una compañía no sólo es cumplir con la ley, sino también el de establecer una cultura ética para manejar sus negocios en una base diaria con sus clientes e interesados. Estas metas pueden ser adicionadas mediante el desarrollo por parte del directorio, sobre una base voluntaria, de normas éticas para la empresa. Dichas normas podrían incluir como una referencia, elementos ampliamente reconocidos tales como el *UN Global Compact (Compacto Global de las Naciones Unidas)* y las Guías para las Empresas Multinacionales (*Guidelines for Multinational Enterprises*) de la OECD. Tal como se indicara en la sección relativa a los interesados, los directorios también debieran ser incentivados para desarrollar procedimientos y salvaguardias para proteger "*whistle-blowers*" ("informantes"), quienes reportan actividades ilegales o poco éticas dentro de la

Ed. CESA. V rev.

compañía. Dicha información puede ser facilitada por medio de suministrar a dichas personas acceso confidencial a alguna persona en el directorio, a menudo un miembro de un comité de auditoría o de un comité de ética.

116. Los documentos autorizados de la compañía y otros relevantes, deberían disponer los mandatos de los directores, tamaño de los directorios, programas de reuniones del directorio, criterio de calificación de directores y, medidas de evaluación del directorio y de directores, lo que incrementa la probabilidad de que unos y otros tengan la capacidad y voluntad para desempeñar sus deberes.

117. En orden a que un directorio funcione en forma eficaz, los miembros de éste deberían tener una mezcla de características profesionales y personales y debieran reunirse una cantidad adecuada de veces por año para revisar las operaciones de la compañía, intercambiar puntos de vista y tomar decisiones informadas. El tamaño óptimo del directorio, los criterios de calificación de directores y la planificación de las reuniones, variará dependiendo de la naturaleza de los negocios de una compañía individual y se puede a través del tiempo, esperar cambios según la compañía vaya madurando. No obstante, la experiencia ha mostrado que los directorios que exceden de 10 – 12 miembros, pueden no funcionar tan bien. Las compañías y sus directorios tienen una obligación de considerar cuidadosamente sus políticas con respecto de los plazos de duración de los directores, el tamaño del directorio y la calificación requerida para sus miembros. Ellos deberían hacer estas políticas explícitas y revisarlas periódicamente.

118. En adición, los directorios de las compañías cotizadas en bolsa debieran tener evaluaciones internas anuales, que cubran tanto las competencias y desempeños de sus miembros, así como del funcionamiento del directorio actuando como un todo. Los procedimientos para dichas evaluaciones pueden ser dejados a cada compañía en forma individual, pero las declaraciones de la compañía

Ed. CESA. V rev.

acerca de las responsabilidades del directorio y procedimientos de trabajo, así como los códigos nacionales de buenas prácticas, pueden servir en el directorio como referencias en su proceso de evaluación. Las partes relevantes de esta evaluación también pueden ser puestas a disposición del público.

119. Los mandatos abiertos o excesivamente extensos para los nombramientos del directorio, son inconsistentes con el objetivo de asegurar que los miembros del directorio incluyan la combinación correcta de capacidades profesionales y características personales. De igual forma, el valor de la evaluación del directorio y de los directores disminuye, si los directores sirven largos períodos en sus puestos. De acuerdo a esto, son preferibles plazos más cortos para los directores (períodos de uno o dos años sujetos a reelección).

120. Quienes nombran y eligen directores deberían asegurarse que los designados tengan a su disposición tiempo adecuado disponible para dedicarse a sus responsabilidades.

121. Los individuos que presentan las calificaciones profesionales apropiadas, pueden no obstante no ser apropiados para servir en el directorio, debido a que sus otras obligaciones les impiden tener suficiente tiempo para ejercer sus tareas como directores. El marco legal/reglamentario y las prácticas de la compañía, deberían al menos requerir que los compromisos profesionales preexistentes de los directores nombrados, sean revelados a los accionistas. Los nominados deberían ser requeridos para que actualicen en qué compañías ellos forman parte del directorio y en cuáles de ellas son accionistas y, de todos los compromisos importantes en materia de tiempo que ellos asuman después de la elección.

122. las compañías deberían proporcionar al directorio la información adecuada sobre los recursos financieros y otros, para permitirles desempeñarse eficazmente en su rol de supervigilancia.

Ed. CESA. V rev.

123. Las agendas e información de alta calidad y oportunas por parte de la administración, son requisitos previos para el desempeño eficaz del directorio. En adición, los directorios y sus comités, ocasionalmente requieren de los servicios de expertos externos independientes, ya sean legales, contables y otros en orden a desempeñar eficazmente su rol de vigilancia. En consecuencia, se debería suministrar a los directorios, los medios para acceder a un monto razonable del presupuesto de la compañía, para contratar dichos expertos externos cuando una mayoría de sus miembros determine que esto es necesario. El presupuesto dispuesto para el directorio para contratar dichos servicios y sus políticas para cuando dichos servicios deban ser asegurados, debería ser revelado completamente.

Remuneración de los directores:

124. Los directores deberían recibir una remuneración que: (1) refleje en forma adecuada el tiempo, esfuerzo y experiencia que ellos aportan a la tarea; (2) proporcione incentivos razonables para el desempeño que alinea los intereses de los directores con aquellos de los accionistas; y (3) no comprometa la capacidad de los directores para ejercitar su juicio independiente en el sólo interés de la compañía y de sus accionistas.

125. La remuneración apropiada de los directores, es un elemento clave para desarrollar una cultura de profesionalismo entre éstos. La falta de una remuneración explícita o pago de propinas, desincentiva a los directores a dedicar un tiempo adecuado a sus deberes y puede incentivarlos a extraer una compensación por sus servicios en formas menos transparentes. De igual forma, el disfrazar pagos especiales a personas vinculadas con la compañía y a otros como honorarios a directores, disminuye la credibilidad del directorio como un organismo independiente y eficaz, que actúa de acuerdo a los mejores intereses de la compañía y de todos sus accionistas.

Ed. CESA. V rev.

126. Los paquetes de remuneraciones para los directores pueden combinar pagos fijos con convenios de incentivos, diseñados para alinear el interés de los directores con los accionistas. No obstante, la combinación óptima de remuneraciones fijas e incentivos para distintos países y compañías, dependerá de una variedad de factores, incluyendo el pool de talento disponible; marco legal; liquidez de las acciones; prospectos de la compañía; volatilidad del mercado y condiciones macroeconómicas. Cuando los directores de una compañía cotizada en bolsa son compensados en parte con acciones, éstas debieran ser de la misma clase de aquellas que se transan públicamente, para asegurar la alineación de intereses entre los directores y el público accionista.

127. Los procedimientos de la compañía para proponer y aprobar los paquetes de remuneraciones de los directores, deberían ser transparentes para todos los accionistas.

128. Los accionistas tienen derecho a comprender los factores que determinan la composición y valor final de las remuneraciones de los directores. De acuerdo a esto, los directorios deberían esforzarse para hacer que el proceso de fijación de las remuneraciones de los directores sea lo más abierto, transparente, profesional y objetivo como sea posible. Un medio útil para lograr esto, es a través de un comité permanente del directorio, encargado de la evaluación periódica de las políticas de remuneraciones de los directores de la compañía. Las compañías cotizadas en bolsa debieran colocar a disposición del público sus políticas de remuneraciones para los directores e incluir en sus informes anuales, los criterios sobre los cuales dichos honorarios son fijados.

Mejoramiento de Capacidades; Educación de los Directores:

129. Los directores deberían ser incentivados a obligarse a un entrenamiento inicial y continuo, que les permita mejorar sus capacidades para desempeñarse de una manera profesional en sus funciones en el directorio.

Ed. CESA. V rev.

130. Los representantes del sector corporativo, en asociación con otras partes interesadas, tales como bolsas de comercio, grupos de inversión, etc., deberían incentivar y participar en el diseño y difusión de programas de entrenamiento, para promover el profesionalismo y la capacidad de los directores. Dichos programas proporcionados por institutos de directores, asociaciones de comercio, instituciones académicas y otras, pueden contribuir al desarrollo de una cultura de profesionalismo para los directores.

131. Los programas de calidad para educación de directores, ya sean impartidos por institutos de directores, asociaciones de comercio, escuelas de negocios u otros educadores profesionales, juegan un rol clave en la creación de capacidades, incrementando el pool de directores calificados e independientes, para servir en los directorios de las compañías latinoamericanas. América Latina está en una etapa de reconsideración y de cambio en la concepción del rol de los directorios. Una participación más activa en la capacitación de directores por parte de directores de compañías experimentados y ejecutivos principales, puede ser de gran ayuda para dirigir la discusión hacia objetivos prácticos y más elaborados y para acelerar la adopción de las mejores prácticas por parte de las compañías.

Los Directores en las Medianas y Pequeñas empresas:

132. Las cámaras de comercio, otras agrupaciones del sector privado, bancos y prestamistas y donde fuere apropiado, las autoridades públicas, deberían fomentar el desarrollo de una cultura de buen gobierno y transparencia entre las compañías no cotizadas en bolsa.

133. Las compañías no cotizadas en bolsa (de forma típica de propiedad de su fundador y de familias) desde hace tiempo han jugado una parte importante en el desarrollo de la industria en América Latina. En las próximas décadas, el desafío

Ed. CESA. V rev.

para dichas firmas será el de modernizar su gobierno financiero y corporativo y sus prácticas de administración, para mantener el paso con sus competidores globales que a veces son más ágiles. La viabilidad futura de los mercados de valores en la región, dependerá en cuán bien las empresas actuales de tamaño mediano, se preparan para cumplir con las expectativas de los inversionistas, con el acceso global creciente a oportunidades de inversión. Para avanzar en este objetivo, los directorios de dichas firmas deberían desarrollar un estado sobre el rol del directorio y la evaluación de su efectividad.

A.3. Manual de Gobierno Corporativo para empresas de capital cerrado de la CAF[54]

Estructura y funcionamiento del Directorio

Idea

El Directorio es el único órgano de decisiones sobre el futuro de la empresa donde convergen representantes de la propiedad y miembros de la dirección de la empresa. En las empresas no listadas, los directores suelen ser los accionistas mismos, o sus elegidos para la representación directa de sus intereses, o bien, todavía poco frecuente y casi siempre en un porcentaje minoritario, directores independientes que aporten su experiencia y competencias profesionales al Directorio.

54 Recomendaciones tomadas textualmente de: CAF (2006). *Manual de Gobierno Corporativo para empresas de capital cerrado.* Oficina de Políticas Públicas y Competitividad de la Corporación Andina de Fomento (ahora Banco de Desarrollo de América Latina), Caracas, Venezuela.

Ed. CESA. V rev.

La función del Directorio es orientar la política de la empresa, controlar las instancias de gestión y servir de enlace entre quienes hacen la gestión y los accionistas. En empresas de capital cerrado, muchas de ellas familiares, la morfología y funciones del Directorio pueden adoptar diversas modalidades. Muchas de estas alternativas pueden ser correctas siempre que cumplan unos requisitos básicos comúnmente aceptados por sistemas de Gobierno Corporativo en numerosos países.

Recomendación

El cumplimiento de las funciones referidas del Directorio no se puede promover sin atender a la naturaleza de equipo de alta dirección para la toma de decisiones del mismo, donde su tamaño y composición, así como los procesos son claves para su funcionamiento. Un tamaño muy pequeño, menos de cinco, resta diversidad, mientras que un tamaño más allá de la docena de personas resta posibilidad de contribución a sus miembros, haciéndolo excesivamente dependiente de la persona o grupo hegemónicos. Una composición donde no estén representados proporcionalmente los grupos principales de propiedad no es políticamente factible. Pero una composición donde las competencias profesionales necesarias no estén presentes (experiencia en el sector, en coyuntura –por ejemplo cambio organizativo–, etc.) resta eficacia. Los procesos de los Directorios han de promover el disenso y divergencia frente a estructuras de poder en exceso dominantes.

Las medidas que los Lineamientos de la Corporación Andina de Fomento (CAF) proponen para los Directorios en sociedades cerradas […] son las siguientes:

Ed. CESA. V rev.

- Necesidad de tener un Directorio y simetría con la estructura de capital de la empresa (Medida N° 19).
- Atribución de funciones indelegables de supervisión y definición de estrategia al Directorio (Medida N° 20).
- Integridad de los sistemas de contabilidad, control de riesgos y operaciones off-shore (Medida N° 21).
- Existencia de reglamento de régimen interno, organización y funcionamiento del Directorio (Medida N° 22).
- Dimensión del Directorio, tratamiento expreso suplencia de directores y número impar de directores (Medida N° 23).
- Categorías de miembros del Directorio y de simetría del Directorio con la estructura de capital (Medida N° 24).
- Nombramiento, limitación por edad, información a Asamblea, independencia y requisitos de miembros del Directorio (Medida N° 25).
- Condiciones y declaración de los directores independientes (Medida N° 26).
- Causas de cese de los directores; supuestos dimensión de directores (Medida N° 27).
- Regulación de los derechos y deberes de los miembros del Directorio (Medida N° 28).
- Declaración de conflicto de interés de los directores (Medida N° 29).
- Previsión en estatutos del manejo de los conflictos de interés (Medida N° 30).

Ed. CESA. V rev.

- Entrega de información suficiente (Medida N° 31).
- Retribución adecuada del Directorio, acorde con rendimientos, aprobada por la Asamblea (Medida N° 32).
- Separación entre presidente del Directorio y ejecutivo principal, y no voto dirimente del presidente (Medida N° 36).
- Refuerzo de la posición e independencia del secretario (Medida N° 37).
- Reuniones periódicas del Directorio (Medida N° 39).
- Reparto de competencias entre directores (Medida N° 40).
- Conocimiento, autorización previa y valoración de operaciones con partes vinculadas
- (Medida N° 41).
- Autoevaluación del Directorio (Medida N° 42).

A.4. Código País, Colombia – 2007[55]

55 En el año 2007, un comité conformado por distintos actores del gobierno corporativo en el país definió un mínimo de normas que deberían adoptar las empresas que actúan como emisores de títulos valores en la Bolsa de Valores de Colombia. Las organizaciones que participaron en este comité fueron la Asociación Nacional de Empresarios de Colombia (ANDI), la Asociación Bancaria y de Entidades Financieras (Asobancaria), la Asociación de Fiduciarias (Asofiduciaras), la Asociación Colombiana de Administradoras de Fondos de Pensiones y de Cesantías (Asofondos), la Bolsa de Valores de Colombia, Confecámaras, la Federación de Aseguradores Colombianos (Fasecolda) y la Superintendencia Financiera de Colombia. El documento resultante de este trabajo se denominó Código de Mejores Prácticas de Colombia, más conocido como Código País.

Recomendaciones tomadas textualmente de: Superintendencia Financiera de Colombia (2007). *Código de Mejores Prácticas Corporativas*. Circular Externa 028 de 2007. Anexo 2.

Ed. CESA. V rev.

II. Junta Directiva

Una de las necesidades básicas para el buen funcionamiento de los emisores de valores es la existencia de un órgano colegiado, que se reúna con mucha mayor periodicidad que la Asamblea General de Accionistas, y con unas funciones indelegables suficientemente definidas. Es igualmente deseable que la conformación de la Junta refleje la estructura accionaria de la compañía.

En términos amplios, la Junta debe servir de enlace entre la compañía y sus accionistas e inversionistas, garantizar el trato equitativo a todos éstos, garantizar la calidad de la información que la compañía revela al mercado, y verificar que se satisfagan los requerimientos de gobierno corporativo exigidos en las normas legales o aquellos que se adopten voluntariamente por la compañía.

2.1 Tamaño, Conformación y Funcionamiento

Del tamaño y la periodicidad de las reuniones, depende que la Junta pueda evacuar satisfactoriamente sus funciones. En ciertos casos, según la complejidad de las operaciones del emisor y de los comités que se conformen, el mínimo legal de miembros podría no ser suficiente.

La existencia de un Reglamento Interno de Funcionamiento de la Junta Directiva es un elemento de vital importancia para la transparencia de sus reuniones.

Ed. CESA. V rev.

Los miembros de Junta Directiva deberán ser idóneos para el desempeño del cargo, por lo que se requiere que quienes se postulen para el cargo cuenten con el perfil profesional que les permita desarrollar adecuadamente sus funciones.

- Medida No. 12. Se recomienda que, dentro de los límites legales, la Junta Directiva esté conformada por un número impar de miembros que sea suficiente para el adecuado desempeño de sus funciones, y que permita una eficaz administración y gobierno de la compañía.

- Medida No. 13. Se recomienda que la Junta Directiva se reúna cuando menos una vez por mes.

- Medida No. 14. Se recomienda que exista un Reglamento Interno de Funcionamiento de la Junta Directiva que como mínimo contenga lo referido en las medidas 18, 19 y 20 de este Código, aprobado por la Junta, que tenga carácter vinculante y que sea informado a todos los accionistas del emisor.

- Medida No. 15. Se recomienda que la designación como director recaiga únicamente sobre aquellas personas que cumplan con los requisitos de trayectoria profesional, formación académica y de experiencia, para el mejor desarrollo de sus funciones.

- Medida No. 16. Se recomienda no designar como miembros principales o suplentes de la Junta Directiva u órgano que haga sus veces, un número de personas vinculadas laboralmente al emisor que, reunidas en sesión y en ejercicio de sus facultades como miembros de tales órganos, puedan conformar, entre ellas, mayorías decisorias, generales o especiales, de acuerdo con la ley y los estatutos del emisor.

Ed. CESA. V rev.

2.2 Deberes y derechos del miembro de Junta Directiva

Sin la información necesaria, no es posible determinar objetivamente la existencia de situaciones generadoras de conflictos de interés. El miembro de Junta Directiva debe contar oportunamente con los instrumentos, tanto de información como de asesoría, que le permitan afrontar de manera informada las diferentes decisiones que se someten a su consideración.

Asimismo, y dada su responsabilidad como administrador, debe contar con la posibilidad de dejar constancia del sentido de su voto y de las razones del mismo.

- Medida No. 17. Se recomienda que los directores informen a la Junta Directiva, las relaciones, directas o indirectas, que mantengan entre ellos, o con el emisor, o con proveedores, o con clientes o con cualquier otro grupo de interés de las que pudieran derivarse situaciones de conflicto de interés o influir en la dirección de su opinión o voto.

- Medida No. 18. Se sugiere que cuando un miembro de Junta Directiva sea nombrado en el emisor por primera vez, le sea puesta a su disposición la información suficiente para que pueda tener un conocimiento específico respecto del emisor y del sector en que se desarrolla, así como aquella información relacionada con las responsabilidades, obligaciones y atribuciones que se derivan del cargo.

- Medida No. 19. Se recomienda que en las actas de las reuniones de Junta Directiva se identifiquen los estudios, fundamentos y demás

Ed. CESA. V rev.

fuentes de información que sirvieron de base para la toma de las decisiones, así como de las razones a favor y en contra que se tuvieron en cuenta para la toma de las mismas.

- Medida No. 20. Se recomienda que, para el correcto ejercicio de sus funciones, los miembros de la Junta Directiva tengan acceso con anticipación a la información que sea relevante para la toma de decisiones, de acuerdo con el orden del día contenido en la convocatoria.

  Para el efecto, se deberá incluir en el Reglamento Interno de Funcionamiento de la Junta el término de antelación a la reunión dentro del cual se presentará la información a los miembros de la Junta, el cual, en todo caso, no podrá ser inferior a dos (2) días, así como establecerse los medios a través de los cuales podrán recabar la referida información, la cual se deberá encontrar en la compañía.

- Medida No. 21. Se recomienda que cuando se prevea la existencia de miembros suplentes de la Junta Directiva u órgano que haga sus veces, dichos miembros se mantengan adecuadamente informados de los temas sometidos a consideración del órgano mencionado con el fin que cuando deban ejercer como miembros principales, dispongan del conocimiento necesario para dicha labor.

- Medida No. 22. Se recomienda que el Reglamento Interno de Funcionamiento de la Junta Directiva contemple las condiciones bajo las cuales ésta pueda contratar, a solicitud de cualquiera de sus miembros, un asesor externo para contribuir con elementos de juicio necesarios para la adopción de determinadas decisiones. Para el efecto, el emisor podrá destinar una partida en su presupuesto anual.

Ed. CESA. V rev.

En todo caso, los asesores deberán guardar confidencialidad sobre los temas consultados y la información presentada para el desarrollo del contrato.

2.3 Funciones de la Junta Directiva

Existe un amplio número de temas en los cuales la participación de la Junta es decisiva. Los principales objetivos de la Junta Directiva son de una parte, concebir la estrategia que regirá el curso del emisor y de otra, controlar la ejecución de la misma, convirtiéndose en el supervisor de las actividades de la alta gerencia y de la protección de los derechos de los accionistas.

A fin de desarrollar sus objetivos, la Junta Directiva tiene como funciones, además de aquellas establecidas en la ley o los estatutos, (i) funciones de planeación y finanzas, que le permiten establecer la visión estratégica del emisor, (ii) funciones de identificación de riesgos y establecimiento de las políticas asociadas a su mitigación, (iii) funciones para fijar y modificar las políticas contables del emisor de acuerdo con la normatividad contable aplicable, (iv) Disponer de la información que se deba presentar a los accionistas, en adición a la que por obligación legal o reglamentaria se debe entregar.

Para cumplir de manera satisfactoria con sus funciones, resulta deseable que la Junta se apoye en comités, que traten temas particulares, sin que ello se traduzca en la delegación de su responsabilidad ni la de sus miembros. De manera que se tenga claridad acerca de las funciones y alcances de cada comité, es recomendable que estos sean incluidos en el Reglamento Interno de Funcionamiento de la Junta Directiva.

Ed. CESA. V rev.

- Medida No. 23. Se recomienda que, en adición al Comité de Auditoría exigido legalmente, el emisor conforme otros comités permanentes que se ocupen de temas particulares, específicamente de temas de Nombramientos y Retribuciones y Gobierno Corporativo. Dichos comités se conformarán con al menos un miembro de la Junta Directiva.

- Medida No. 24. Se recomienda la creación de un Comité de Nombramientos y Retribuciones, que tendrá entre otras funciones y sin limitarse a ellas, apoyar a la Junta Directiva en los siguientes temas:

  (i) Revisar el desempeño de la alta gerencia, entendiendo por ella al Presidente y a los funcionarios del grado inmediatamente inferior

  (ii) Proponer una política de remuneraciones y salarios para los empleados del emisor, incluyendo la alta gerencia.

  (iii) Proponer el nombramiento y remoción del Presidente de la compañía o quien haga sus veces, así como su remuneración.

  (iv) Proponer los criterios objetivos por los cuales el emisor contrata a sus principales ejecutivos.

  (v) Las demás acordes con la naturaleza del objetivo del comité

- Medida No. 25. Se recomienda la creación de un Comité de Gobierno Corporativo, que tendrá entre otras funciones y sin limitarse a ellas, apoyar a la Junta Directiva en los siguientes temas:

  (i) Propender por que los accionistas y el mercado en general, tengan acceso de manera completa, veraz y oportuna a la información del emisor que deba revelarse.

Ed. CESA. V rev.

(ii) Informar acerca de las actividades desarrolladas por el Comité de Auditoría.

(iii) Revisar y evaluar la manera en que la Junta Directiva dio cumplimiento a sus deberes durante el período..

(iv) Monitorear las negociaciones realizadas por miembros de la Junta con acciones emitidas por la compañía o por otras compañías del mismo grupo.

(v) Supervisar el cumplimiento de la política de remuneración de administradores.

(vi) Las demás acordes con la naturaleza del objetivo del comité.

- Medida No. 26. Se recomienda que el Comité de Auditoría contemple entre sus Funciones

(i) Emitir concepto, mediante un informe escrito, respecto de las posibles operaciones que se planean celebrar con vinculados económicos, para lo cual deberá verificar que las mismas se realicen en condiciones de mercado y que no vulneran la igualdad de trato entre los accionistas.

(ii) Establecer las políticas, criterios y prácticas que utilizará el emisor en la construcción, revelación y divulgación de su información financiera.

(iii) Definir mecanismos para consolidar la información de los órganos de control del emisor para la presentación de la información a la Junta Directiva.

Ed. CESA. V rev.

A.5. Código País, Colombia – 2014[56]

III. Junta Directiva

Una de las necesidades básicas para el buen funcionamiento de los emisores de valores es la existencia de un órgano colegiado de administración que se reúna con mucha mayor periodicidad que la Asamblea General de Accionistas, y que cuente con funciones suficientemente definidas, y al tiempo con una amplia capacidad de delegación.

Con carácter general, es deseable que la conformación de la Junta Directiva a través de sus miembros individuales refleje una cierta simetría con la estructura accionaria de la sociedad, en la que pueden coexistir accionistas de distinto perfil tales como, accionistas controlantes, significativos, institucionales o minoritarios.

Desde esta perspectiva, contar con una Junta Directiva como órgano de administración societario, trae como ventajas la toma en consideración de distintos puntos de vista y opiniones dado el carácter deliberante del órgano, la profesionalización de la administración societaria, la preparación de la sociedad para la convivencia con distintos accionistas,

56 En el año 2014, se llevó a cabo una actualización al Código País en Colombia. La Circular Externa 028 de 2014 comienza textualmente de la siguiente manera: "En atención al desarrollo del Gobierno Corporativo a nivel mundial y en orden de dar respuesta a las nuevas realidades empresariales, especialmente tras la crisis de la economía global que puso de manifiesto, entre otras, las profundas debilidades existentes en el funcionamiento del Gobierno Corporativo, la Superintendencia Financiera de Colombia adelantó un proceso de revisión del Código País, tomando como guía la publicación de la CAF, "Lineamientos para un Código Latinoamericano de Gobierno Corporativo", y los aportes y comentarios de la industria, para efectos de elaborar un Nuevo Código País que se ajuste a la situación del mercado colombiano".

Recomendaciones tomadas textualmente de: Superintendencia Financiera de Colombia (2014). *Presentación del Nuevo Código País y Adopción del Reporte de Implementación de Mejores Prácticas Corporativas*. Circular Externa 028 de 2014. Anexo 1.

Ed. CESA. V rev.

la institucionalización de la compañía en previsión de cambios generacionales en el caso de empresas familiares, la colegiatura en la toma de decisiones societarias y, por supuesto, el incremento de la formalidad y profesionalización de la sociedad.

En este contexto, las empresas pueden adoptar modelos muy diversos de organización y actuación de sus Juntas Directivas, especialmente en relación con el giro ordinario de la sociedad, función que normalmente se entiende asumida por la Alta Gerencia.

Este Código País no pretende promover un modelo concreto, busca incentivar a los emisores para que logren un adecuado equilibrio en la delegación de la funciones de la Junta Directiva, de tal forma que se garantice el cumplimiento de aquellas funciones esenciales e irrenunciables, tales como, las denominadas funciones generales de definición **estratégica**, **supervisión** de materias clave, **control** del giro ordinario de los negocios y gobierno, sin olvidar que en su condición de máximo órgano de administración de la sociedad, la Junta Directiva tiene la plena competencia para ordenar que se ejecute o celebre cualquier acto o contrato y aprobar la disposición de bienes e instruir la ejecución de cualquier tipo de operación necesaria para el cumplimiento del objeto social.

Para el ejercicio de sus funciones y toma de decisiones, la Junta Directiva, si lo estima conveniente, puede solicitar el estudio o apoyo técnico de sus Comités especializados a los que, eventualmente, puede delegar formalmente el ejercicio de determinadas funciones.

Ed. CESA. V rev.

Medida No. 13: Funciones de la Junta Directiva.

13.1. Los Estatutos señalan expresamente aquellas funciones que no podrán ser objeto de delegación a la Alta Gerencia, entre las que figuran:

i. La aprobación y seguimiento periódico del plan estratégico, el plan de negocios, objetivos de gestión y los presupuestos anuales de la sociedad.

ii. La definición de la estructura de la sociedad. En el caso de un conglomerado, la Junta Directiva de la matriz deberá definir la estructura y/o modelo de gobierno del mismo.

iii. La aprobación de los lineamientos o políticas financieras y de inversión de la sociedad o del Conglomerado.

iv. La aprobación de la política de remuneración y evaluación de la Alta Gerencia, la cual debe estar atada al cumplimiento de objetivos a largo plazo y a los niveles de riesgo asumidos, salvo que esta función le corresponda a la Asamblea General en virtud de lo establecido en literal i) de la recomendación 8.1.

v. La aprobación de las inversiones, desinversiones u operaciones de todo tipo que por su cuantía y/o características puedan calificarse como estratégicas o que afectan activos o pasivos estratégicos de la sociedad, salvo que la aprobación de este tipo de operaciones haya quedado reservada a la Asamblea General de Accionistas, en cuyo caso, la función de la Junta Directiva se limita a la propuesta y justificación de la operación.

Ed. CESA. V rev.

vi. La aprobación de la política de Gobierno Corporativo.

vii. La aprobación del Informe Anual de Gobierno Corporativo.

viii. La aprobación de la política de información y comunicación con los distintos tipos de accionistas, los mercados, grupos de interés y la opinión pública en general.

ix. La aprobación de la política de riesgos y el conocimiento y monitoreo periódico de los principales riesgos de la sociedad, incluidos los asumidos en operaciones fuera de balance.

x. La aprobación, la implantación y seguimiento de los sistemas de control interno adecuados, incluyendo las operaciones con empresas off shore, que deberán hacerse de conformidad con los procedimientos, sistemas de control de riesgos y alarmas que hubiera aprobado la misma Junta Directiva.

xi. La aprobación de las políticas de sucesión de la Alta Gerencia.

xii. La propuesta sobre las políticas de sucesión de la Junta Directiva para su aprobación por parte de la Asamblea General de Accionistas.

xiii. La aprobación de las políticas relacionadas con los sistemas de denuncias anónimas o "whistleblowers".

xiv. En general, la aprobación y, cuando corresponda, la propuesta a la Asamblea General de las restantes políticas que la sociedad estime necesarias.

xv. La designación, remuneración, evaluación y remoción del Presidente de la sociedad.

Ed. CESA. V rev.

xvi. El nombramiento, a propuesta del Presidente de la sociedad, de los miembros de la Alta Gerencia y, en algunos supuestos, su destitución.

xvii. La aprobación de los sistemas retributivos de los miembros de la Alta Gerencia así como sus cláusulas de indemnización.

xviii. La creación de los Comités de la Junta Directiva tales como Auditoría, Riesgos, Nombramientos y Remuneraciones y Gobierno Corporativo, así como la aprobación de los reglamentos internos de funcionamiento de estos comités.

xix. La propuesta a la Asamblea General de Accionistas de la política de remuneración de la Junta Directiva.

xx. La propuesta a la Asamblea General de la política en materia de recompra de acciones propias.

xxi. La propuesta a la Asamblea General para la contratación del Revisor Fiscal, previo el análisis de su experiencia y disponibilidad de tiempo y recursos humanos y técnicos necesarios para desarrollar su labor.

xxii. La constitución o adquisición de participaciones en entidades de propósito especial o domiciliadas en países o territorios que tengan la consideración de paraísos fiscales, así como otras transacciones u operaciones de naturaleza análoga, que por su complejidad pongan en riesgo la transparencia de la sociedad.

xxiii. El conocimiento y administración de los conflictos de interés entre la sociedad y los accionistas, miembros de la Junta Directiva y la Alta Gerencia.

Ed. CESA. V rev.

xxiv. El conocimiento y, en caso de impacto material, la aprobación de las operaciones que la sociedad realiza con accionistas controlantes o significativos, definidos de acuerdo con la estructura de propiedad de la sociedad, o representados en la Junta Directiva; con los miembros de la Junta Directiva y otros Administradores o con personas a ellos vinculadas (operaciones con Partes Vinculadas), así como con empresas del Conglomerado al que pertenece.

xxv. Organizar el proceso de evaluación anual de la Junta Directiva, tanto como órgano colegiado de administración como de sus miembros individualmente considerados, de acuerdo con metodologías comúnmente aceptadas de autoevaluación o evaluación que pueden considerar la participación de asesores externos.

xxvi. Actuar como enlace entre la sociedad y sus accionistas, creando los mecanismos adecuados para suministrar información veraz y oportuna sobre la marcha del emisor.

xxvii. La supervisión sobre la integridad y confiabilidad de los sistemas contables y de información interna con base, entre otros, en los informes de auditoría interna y de los representantes legales.

xxviii. La supervisión de la información, financiera y no financiera, que por su condición de emisora y en el marco las políticas de información y comunicación la sociedad debe hacer pública periódicamente.

xxix. La supervisión de la independencia y eficiencia de la función de auditoría interna.

Ed. CESA. V rev.

xxx. La supervisión de la eficiencia de las prácticas de Gobierno Corporativo implementadas, y el nivel de cumplimiento de las normas éticas y de conducta adoptadas por la sociedad.

xxxi. El control periódico del desempeño de la sociedad y del giro ordinario de los negocios, así como conocer la evaluación del desempeño de los miembros de la Alta Gerencia.

xxxii. Velar porque el proceso de proposición y elección de los miembros de la Junta Directiva se efectúe de acuerdo con las formalidades previstas por la sociedad.

13.2. Sin perjuicio de la autonomía de los órganos de gobierno de las Empresas Subordinadas, cuando la sociedad actúa como matriz de un Conglomerado, estas funciones de la Junta Directiva tienen enfoque de grupo y se desarrollan a través de políticas generales, lineamientos o solicitudes de información que respetan el equilibrio entre los intereses de la matriz y de las subordinadas, y del Conglomerado en su conjunto.

Medida No. 14: Reglamento de la Junta Directiva.

14.1. La Junta Directiva ha aprobado el reglamento interno que regula su organización y funcionamiento, así como las funciones y responsabilidades de sus miembros, del Presidente y del Secretario de la Junta Directiva, y sus deberes y derechos. El cual es difundido entre los accionistas, y cuyo carácter es vinculante para los miembros de la Junta Directiva.

Ed. CESA. V rev.

Medida No. 15: Dimensión de la Junta Directiva.

Con el objetivo de revitalizar la actuación de la Junta Directiva, se ha de abordar un aspecto crítico de la misma, como es el de su dimensión, ya que está comprobado que Juntas Directivas excesivamente amplias en su número de miembros pierden de forma significativa su nivel de efectividad y Juntas Directivas excesivamente pequeñas dificultan la creación de Comités.

15.1. La sociedad ha optado estatutariamente por no designar Miembros Suplentes de la Junta Directiva.

Medida No. 16: Conformación de la Junta Directiva.

La conformación de la Junta Directiva se entiende como un proceso dinámico que culmina con la elección de sus miembros por parte de la Asamblea General de Accionistas, mediante la aplicación, mientras no se aprueben otros mecanismos alternativos, del sistema de cociente electoral.

Desde la perspectiva del Gobierno Corporativo, en relación con las distintas fases de este proceso, se propone un conjunto de recomendaciones que coadyuvan a una mayor transparencia en la conformación de la Junta Directiva y establecen las bases para que en su elección, prime por encima de otras consideraciones el principio de idoneidad de los candidatos.

Las recomendaciones que se proponen asociadas a la conformación de la Junta Directiva son las siguientes:

16.1. A partir de la premisa de que una vez elegidos todos los miembros de la Junta Directiva actúan en beneficio de la sociedad, en un ejercicio

Ed. CESA. V rev.

de máxima transparencia, la sociedad identifica el origen de los distintos miembros de la Junta Directiva de acuerdo con el siguiente esquema:

i. Miembro Ejecutivo, son los representantes legales o de la Alta Gerencia que participan en la gestión del día a día de la sociedad.

ii. Miembro Independiente, quienes, como mínimo, cumplen con los requisitos de independencia establecidos en la Ley 964 de 2005 o las normas que la modifiquen o sustituyan, y demás reglamentación interna expedida por la sociedad para considerarlos como tales, independientemente del accionista o grupo de accionistas que los haya nominado y/o votado.

iii. Miembro Patrimonial, quienes no cuentan con el carácter de independientes y son accionistas personas jurídicas o naturales, o personas expresamente nominadas por un accionista persona jurídica o natural o grupo de accionistas, para integrar la Junta Directiva.

16.2. La sociedad cuenta con un procedimiento, articulado a través del Comité de Nombramientos y Retribuciones u otro que cumpla sus funciones, que permite a la Junta Directiva, a través de su propia dinámica y las conclusiones de las evaluaciones anuales, alcanzar los siguientes objetivos:

i. Identificar la composición tentativa de perfiles funcionales (asociados a aspectos tales como conocimientos y experiencia profesional) que en cada circunstancia se necesitan en la Junta Directiva.

ii. Identificar los perfiles personales (vinculados con trayectoria, reconocimiento, prestigio, disponibilidad, liderazgo, dinámica de grupo, etc.) más convenientes para la Junta Directiva.

Ed. CESA. V rev.

iii. Evaluar el tiempo y dedicación necesarios para que puedan desempeñar adecuadamente sus obligaciones.

16.3. Los perfiles profesionales identificados como necesarios se informan por la Junta Directiva a los accionistas, de tal forma que los distintos actores, principalmente accionistas controlantes, significativos, familias, agrupaciones de accionistas y accionistas institucionales, si existen, y la propia Junta Directiva, estén en condiciones de identificar los candidatos más idóneos.

16.4. La sociedad considera que la sola evaluación de las hojas de vida por parte de los accionistas es un recurso insuficiente para determinar la idoneidad de los candidatos, por lo que cuenta con un procedimiento interno para evaluar las incompatibilidades e inhabilidades de carácter legal y la adecuación del candidato a las necesidades de la Junta Directiva, a través de la evaluación de un conjunto de criterios que deben cumplir los perfiles funcionales y personales de los candidatos, y la verificación del cumplimiento de unos requisitos objetivos para ser miembro de Junta Directiva y otros adicionales para ser Miembro Independiente.

16.5. Además de los requisitos de independencia ya previstos en la Ley 964 de 2005, la sociedad voluntariamente ha adoptado una definición de independencia más rigurosa a la establecida en la citada ley. Esta definición ha sido adoptada como marco de referencia a través de su Reglamento de Junta Directiva, e incluye, entre otros requisitos que deben ser evaluados, las relaciones o vínculos de cualquier naturaleza del candidato a Miembro Independiente con accionistas controlantes o significativos y sus Partes

Ed. CESA. V rev.

Vinculadas, nacionales y del exterior, y exige una doble declaración de independencia: (i) del candidato ante la sociedad, sus accionistas y miembros de la Alta Gerencia, instrumentada a través de su Carta de Aceptación y, (ii) de la Junta Directiva, respecto a la independencia del candidato.

16.6. La sociedad, a través de su normativa interna, considera que la Junta Directiva, por medio de su Presidente y con el apoyo del Comité de Nombramientos y Retribuciones o quien cumpla sus funciones, es el órgano más adecuado para centralizar y coordinar con anterioridad a la Asamblea General el proceso de conformación del órgano de administración. De esta forma, los accionistas que con base en su participación accionaria aspiran a ser parte de la Junta Directiva, pueden conocer las necesidades de la Junta Directiva y plantear sus aspiraciones, negociar los equilibrios accionarios y el reparto entre las distintas categorías de miembros, presentar a sus candidatos y aceptar que la idoneidad de sus candidatos sea evaluada por el Comité de Nombramientos y Retribuciones antes de la votación en Asamblea General de Accionistas.

16.7. El Reglamento de la Junta Directiva prevé que la evaluación de la idoneidad de los candidatos es una actividad cuya ejecución es anterior a la realización de la Asamblea General de Accionistas, de tal forma que los accionistas dispongan de información suficiente (calidades personales, idoneidad, trayectoria, experiencia, integridad, etc.) sobre los candidatos propuestos para integrarla, con la antelación que permita su adecuada evaluación.

Ed. CESA. V rev.

Medida No. 17: Estructura funcional de la Junta Directiva.

La Junta Directiva debe reflejar la diversidad de conocimientos y de experiencias precisas para desempeñar sus funciones con eficacia, objetividad e independencia.

En función del origen de su nombramiento, los miembros de la Junta Directiva pueden presentar sensibilidades, intereses e incluso incentivos diversos. Sin embargo, esta realidad no puede ser obstáculo para que la Junta Directiva, como órgano colegiado de administración, aspire a alinear las posiciones particulares de sus miembros en la búsqueda común del interés social.

Para ello, se plantean las siguientes recomendaciones concretas:

17.1. El Reglamento de la Junta Directiva, estipula que los Miembros Independientes y Patrimoniales son siempre mayoría respecto a los Miembros Ejecutivos, cuyo número, en el supuesto de integrarse en la Junta Directiva, es el mínimo necesario para atender las necesidades de información y coordinación entre la Junta Directiva y la Alta Gerencia de la sociedad.

17.2. A partir del porcentaje mínimo del veinticinco por ciento (25%) de Miembros Independientes fijado en la Ley 964 de 2005, la sociedad analiza y voluntariamente ajusta, al alza, el número de Miembros Independientes, teniendo en cuenta, entre otros, que el número de miembros independientes guarde relación con el Capital Flotante.

Ed. CESA. V rev.

Medida No. 18: Organización de la Junta Directiva.

La organización de la Junta Directiva es particularmente importante ya que facilita la implicación de sus miembros y el fortalecimiento de su posición frente a la Alta Gerencia; en definitiva, permite que las Juntas Directivas sean órganos activos, empoderados y con capacidad para ejercer ese empoderamiento.

- Presidente de la Junta Directiva.

El liderazgo y eficiencia en el cumplimiento de las responsabilidades del Presidente de la Junta Directiva, debe contribuir a fortalecer el sistema de pesos y contrapesos entre los distintos niveles de gobierno de la sociedad. En este sentido, desde el Gobierno Corporativo se promueve el fortalecimiento de la posición del Presidente de la Junta Directiva para que actúe como verdadero líder del órgano de administración y no limite su actuación a dirigir los debates y a cumplir con las formalidades establecidas en la legislación vigente.

Para alcanzar este objetivo, se proponen las siguientes recomendaciones:

18.1. Las funciones del Presidente de la Junta Directiva se señalan en el Estatuto y sus responsabilidades principales son las siguientes:

i. Asegurar que la Junta Directiva fije e implemente eficientemente la dirección estratégica de la sociedad.

ii. Impulsar la acción de gobierno de la sociedad, actuando como enlace entre los accionistas y la Junta Directiva.

Ed. CESA. V rev.

iii. Coordinar y planificar el funcionamiento de la Junta Directiva mediante el establecimiento de un plan anual de trabajo basado en las funciones asignadas.

iv. Realizar la convocatoria de las reuniones, directamente o por medio del Secretario de la Junta Directiva.

v. Preparar el Orden del Día de las reuniones, en coordinación con el Presidente de la sociedad, el Secretario de la Junta Directiva y los demás miembros.

vi. Velar por la entrega, en tiempo y forma, de la información a los Miembros de Junta Directiva, directamente o por medio del Secretario de la Junta Directiva.

vii. Presidir las reuniones y manejar los debates.

viii. Velar por la ejecución de los acuerdos de la Junta Directiva y efectuar el seguimiento de sus encargos y decisiones.

ix. Monitorear la participación activa de los miembros de la Junta Directiva.

x. Liderar el proceso de evaluación anual de la Junta Directiva y los Comités, excepto su propia evaluación.

18.2. La normativa interna de la sociedad, prevé la posibilidad de que el Presidente de la Junta Directiva pueda contar con un tratamiento diferenciado respecto de los demás miembros tanto en sus obligaciones como en su remuneración, como consecuencia del alcance de sus funciones específicas y su mayor dedicación de tiempo.

Ed. CESA. V rev.

- Secretario de la Junta Directiva.

Al igual que ocurre con el Presidente de la Junta Directiva, la posición del Secretario en muchas empresas, sobre todo las de menor tamaño, se limita a la redacción de las actas, custodia de la documentación social y aspectos relacionados con la transmisión de acciones.

Con el objetivo de reforzar la posición del Secretario, por el papel clave que debe desempeñar en el buen funcionamiento de la Junta Directiva, se proponen las siguientes recomendaciones:

18.3. Los Estatutos recogen las reglas para el nombramiento del Secretario de la Junta Directiva entre las que destacan:

i. Cuando actúa exclusivamente como Secretario de la Junta Directiva, su nombramiento y remoción corresponde a la Junta Directiva, con informe previo del Comité de Nombramientos y Remuneraciones, si existe.

ii. Cuando coincide la posición de Secretario de la Junta Directiva con otras posiciones ejecutivas dentro de la sociedad, se salvaguarda su independencia frente al Presidente de la sociedad, por lo que su nombramiento y remoción corresponde a la Junta Directiva a propuesta del Presidente de la Sociedad, con informe previo del Comité de Nombramientos y Remuneraciones, si existe.

iii. Posibilidad o no de ser miembro de la Junta Directiva.

Ed. CESA. V rev.

18.4. En el Reglamento de la Junta Directiva se establecen las funciones del Secretario, entre las que figuran:

i. Realizar la convocatoria a las reuniones, de acuerdo con el plan anual.

ii. Realizar la entrega en tiempo y forma de la información a los miembros de la Junta Directiva.

iii. Conservar la documentación social, reflejar debidamente en los libros de actas el desarrollo de las sesiones, y dar fe de los acuerdos de los órganos sociales.

iv. Velar por la legalidad formal de las actuaciones de la Junta Directiva y garantizar que sus procedimientos y reglas de gobierno sean respetados y regularmente revisados, de acuerdo con lo previsto en los Estatutos y demás normativa interna de la sociedad.

- Comités de la Junta Directiva.

El tamaño y complejidad de los negocios de la sociedad, así como la amplitud de funciones que el marco normativo y los Estatutos atribuyen a la Junta Directiva, aconseja que ésta evalúe la conveniencia de constituir en su seno Comités especializados para actuar como órganos de estudio y apoyo sobre materias específicas, a veces de gran complejidad técnica, con capacidad de presentar propuestas a la Junta Directiva y, eventualmente, ejercer por delegación ciertas funciones. Estos Comités podrán ser temporales o permanentes.

Cuando desde el Gobierno Corporativo se promueve la creación de Comités de la Junta Directiva, se les conceptualiza como una extensión ésta;

Ed. CESA. V rev.

es decir, no son órganos independientes de la Junta y consecuentemente sus funciones serán aquellas que decida la propia Junta. En este sentido, si la Junta Directiva decide que sus comités solo actúen como órganos de apoyo y estudio, la Junta Directiva a su mejor criterio decidirá, con base en las mejores prácticas, sobre qué materias deben desarrollar sus trabajos cada uno de los Comités (reflejando las funciones que finalmente se asignen a cada uno de ellos en el correspondiente reglamento del comité), limitándose su capacidad de decisión a presentar informes o propuestas sobre temas concretos a la Junta Directiva, quien en cada caso, tomará las decisiones pertinentes.

Bajo este esquema, los Comités de Junta Directiva ni comprometen a la sociedad, ni cursan instrucciones a la Alta Gerencia. En sentido contrario, la Junta Directiva puede delegar expresamente a alguno de sus Comités el ejercicio de determinadas funciones. En este caso, los Comités con funciones delegadas toman decisiones en nombre de la Junta Directiva sin eximir a ésta de su responsabilidad.

18.5. La Junta Directiva ha constituido un Comité de Nombramientos y Remuneraciones

18.6. La Junta Directiva ha constituido un Comité de Riesgos.

18.7. La Junta Directiva ha constituido un Comité de Gobierno Corporativo.

18.8. Si la sociedad ha considerado que no es necesario constituir la totalidad de estos Comités, sus funciones se han distribuido entre los que existen o las ha asumido la Junta Directiva en pleno.

Ed. CESA. V rev.

18.9. Cada uno de los Comités de la Junta Directiva cuenta con un Reglamento Interno que regula los detalles de su conformación, las materias, funciones sobre las que debe trabajar el Comité, y su operativa, prestando especial atención a los canales de comunicación entre los Comités y la Junta Directiva y, en el caso de los Conglomerados, a los mecanismos de relacionamiento y coordinación entre los Comités de la Junta Directiva de la Matriz y los de las empresas Subordinadas, si existen.

18.10. Los Comités de la Junta Directiva están conformados exclusivamente por Miembros Independientes o Patrimoniales, con un mínimo de tres (3) integrantes y presididos por un Miembro Independiente. En el caso del Comité de Nombramientos y Remuneraciones, los Miembros Independientes, son siempre la mayoría.

18.11. Los Comités de la Junta Directiva pueden obtener el apoyo, puntual o de forma permanente, de miembros de la Alta Gerencia con experiencia sobre las materias de su competencia y/o de expertos externos.

18.12. Para la integración de sus Comités, la Junta Directiva toma en consideración los perfiles, conocimientos y experiencia profesional de los miembros en relación con la materia objeto del Comité.

18.13. De las reuniones de los Comités se levanta acta, cuya copia se remite a todos los miembros de la Junta Directiva de la sociedad. Si los Comités cuentan con facultades delegadas para la toma de decisiones, las actas se ajustan a lo exigido en los artículos 189 y 431 del Código de Comercio.

18.14. Salvo que el marco legal o regulatorio aplicable exija su constitución, en el caso de los Conglomerados la normativa interna prevé que las Juntas Directivas de las Empresas Subordinadas pueden optar por no

Ed. CESA. V rev.

constituir Comités específicos para el tratamiento de ciertas materias y ser éstas tareas asumidas por los Comités de la Junta Directiva de la Matriz, sin que esto suponga una transferencia hacia la matriz de la responsabilidad de las Juntas Directivas de las empresas subordinadas.

- Comité de Auditoría

18.15. La principal tarea del Comité de Auditoría es asistir a la Junta Directiva en su función de supervisión mediante la evaluación de los procedimientos contables, el relacionamiento con el Revisor Fiscal y, en general, la revisión de la Arquitectura de Control de la Sociedad, incluida la auditoría del sistema de gestión de riesgos implementado por la sociedad.

18.16. Los miembros del Comité de Auditoría cuentan con conocimientos contables, financieros y otras materias asociadas, lo que les permite pronunciarse con rigor sobre los temas competencia del Comité con un nivel suficiente para entender su alcance y complejidad.

18.17. A solicitud del Presidente de la Asamblea, el Presidente del Comité de Auditoría, informa a la Asamblea General de Accionistas sobre aspectos concretos del trabajo realizado por el Comité, como por ejemplo, el análisis del alcance y contenido del Informe del Revisor Fiscal.

18.18. El Reglamento Interno del Comité le atribuye las siguientes funciones:

i. Informar en la Asamblea General de Accionistas sobre las cuestiones que en ella planteen los accionistas en materia de su competencia.

ii. Proponer a la Junta Directiva, para su sometimiento a la Asamblea General de Accionistas, los candidatos para la designación del

Ed. CESA. V rev.

Revisor Fiscal y las condiciones de su contratación y, en su caso, la revocación o no renovación del mismo, utilizando para el efecto el resultado de la evaluación a que hace referencia el numeral siguiente.

iii. Supervisar los servicios de Revisoría Fiscal, lo cual incluye evaluar la calidad y efectividad de éstos.

iv. Interactuar y llevar las relaciones periódicas con el Revisor Fiscal y, en particular, evaluar e informar a la Junta Directiva de todas aquellas situaciones que puedan limitar su acceso a la información o poner en riesgo su independencia y cualesquiera otras relacionadas con el plan de auditoría y el desarrollo de la auditoría financiera así como aquellas otras comunicaciones previstas en la legislación de auditoría financiera y en las normas técnicas de auditoría.

v. Recibir el informe final de auditoría financiera y estudiar los estados financieros para someterlos a consideración de la Junta Directiva, sin perjuicio de las funciones atribuidas por la normativa al Revisor Fiscal y a la Alta Gerencia, y en el caso de que contengan salvedades u opiniones desfavorables deberá emitir un pronunciamiento sobre su contenido y alcance, el cual se dará a conocer a los accionistas, y al mercado público de valores a través de la página Web del emisor; así como verificar que la Alta Gerencia tiene en cuenta las recomendaciones del Revisor Fiscal y, de ser el caso, liderar el proceso de respuesta a las observaciones incluidas en su informe.

vi. Velar porque los criterios contables vigentes en cada momento se apliquen adecuadamente en la elaboración de los estados financieros

Ed. CESA. V rev.

que la Junta Directiva presenta a la Asamblea General, y en la preparación de información interna confiable para la toma de decisiones.

vii. Conocer y evaluar el proceso de preparación, presentación y revelación de información financiera.

viii. Supervisar el funcionamiento de la página web de la sociedad y otros mecanismos de difusión de información (si no existe Comité de Gobierno Corporativo).

ix. Supervisar la eficiencia de la función de cumplimiento regulatorio y LA/FT.

x. Verificar que la información periódica que se ofrezca al mercado se elabore conforme a los mismos principios y prácticas profesionales que las cuentas anuales, supervisando esa información antes de su difusión.

xi. Proponer a la Junta Directiva, la estructura, procedimientos y metodologías necesarios para el funcionamiento del sistema de control interno.

xii. Conocer y evaluar el sistema de control interno de la sociedad.

xiii. Supervisar e informar periódicamente a la Junta Directiva sobre la aplicación efectiva de la Política de Riesgos de la sociedad, para que los principales riesgos, financieros y no financieros, en balance y fuera de balance, se identifiquen, gestionen y se den a conocer adecuadamente.

Ed. CESA. V rev.

xiv. Supervisar los servicios de auditoría interna e informar a la Junta Directiva.

xv. Proponer a la Junta Directiva la selección, nombramiento, retribución, reelección y cese del responsable del servicio de auditoría interna.

xvi. Analizar y aprobar el Plan Anual de Trabajo de la auditoría interna y el informe anual de actividades.

xvii. Velar por la independencia y eficacia de la función de auditoría interna, recibir información periódica sobre sus actividades y verificar que la Alta Gerencia tiene en cuenta las conclusiones y recomendaciones de sus informes.

xviii. Revisar el cumplimiento de las acciones y medidas que sean consecuencia de los informes o actuaciones de inspección de las autoridades de supervisión y control.

xix. Evaluar e informar a la Junta Directiva las situaciones de conflicto de interés, temporal o permanente, en las que pueda estar inmerso, directa o indirectamente o a través de parte vinculada, un Accionista Significativo, miembros de la Junta Directiva y la Alta Gerencia, haciendo las propuestas necesarias para administrar la situación.

xx. En el caso de Conglomerados, evaluar e informar a la Junta Directiva de la sociedad matriz sobre los posibles conflictos de interés que puedan surgir entre ésta y las empresas subordinadas o de éstas entre sí, o con sus Administradores y vinculados, haciendo las propuestas necesarias para administrar la situación.

Ed. CESA. V rev.

xxi. Con carácter previo a su autorización por la Junta Directiva, examinar e informar a ésta sobre las operaciones que la sociedad realice, directa o indirectamente, con miembros de la Junta Directiva, Accionistas Controlantes y Significativos, miembros de la Alta Gerencia, operaciones entre empresas del Conglomerado o personas a ellos vinculadas, que por su cuantía, naturaleza o condiciones revistan un riesgo para la sociedad o el Conglomerado.

xxii. Seguimiento periódico del grado de cumplimiento del Código de Ética y la eficacia del sistema de denuncias anónimas o "whistleblowers", evaluando las actuaciones antiéticas que se presenten y el contenido de las denuncias efectuadas, haciendo a la Junta Directiva las recomendaciones pertinentes.

- Comité de Nombramientos y Retribuciones

18.19. El principal objetivo del Comité de Nombramientos y Retribuciones es apoyar a la Junta Directiva en el ejercicio de sus funciones de carácter decisorio o de asesoramiento asociadas a las materias de nombramientos y remuneración de los miembros de la Junta Directiva y de la Alta Gerencia y vigilar la observancia de las reglas de Gobierno Corporativo, revisando periódicamente su cumplimiento, recomendaciones y principios (en aquellos casos en que esta función no está atribuida expresamente a otro comité de la sociedad).

18.20. Algunos miembros del Comité de Nombramientos y Retribuciones poseen conocimientos en estrategia, recursos humanos (reclutamiento y selección, contratación, capacitación, administración o gestión del personal), política salarial y materias afines, con un nivel suficiente para entender el alcance y la complejidad que estas materias presenten en la sociedad.

Ed. CESA. V rev.

18.21. A solicitud del Presidente de la Asamblea, el Presidente del Comité de Nombramientos y Retribuciones, puede informar a la Asamblea General de Accionistas sobre aspectos concretos del trabajo realizado por el Comité, como por ejemplo el seguimiento de las políticas de remuneración de la Junta Directiva y Alta Gerencia.

18.22. El Reglamento Interno del Comité de Nombramientos y Retribuciones le atribuye las siguientes funciones:

> i. Informar a la Asamblea General de Accionistas sobre sus actuaciones, y atender las cuestiones que les planteen los accionistas en materias de su competencia.
>
> ii. Evaluar periódicamente las competencias, conocimientos y experiencia de los miembros de la Junta Directiva de la sociedad.
>
> iii. Proponer y revisar los criterios que deben seguirse para la composición de la Junta Directiva y la evaluación de la idoneidad de los candidatos a miembro de Junta propuestos por los accionistas.
>
> iv. Informar, cuando corresponda, de la calificación de independiente de los candidatos a miembro de la Junta Directiva, para su propuesta a la Asamblea General de Accionistas por parte de la Junta Directiva o directamente por los accionistas.
>
> v. En los casos de reelección o ratificación de miembros de la Junta Directiva, formular una propuesta que contendrá una evaluación del trabajo que ha venido desempeñando el miembro propuesto, y la dedicación efectiva al cargo durante el último período.

Ed. CESA. V rev.

vi. Informar a la Junta Directiva aquellos casos de miembros que puedan afectar negativamente el funcionamiento de la Junta Directiva o la reputación de la sociedad y, en particular, cuando se hallen incursos en alguno de los supuestos de incompatibilidad, inhabilidad o prohibición legal.

vii. Proponer a la Junta Directiva, la política de sucesión de los miembros de la Junta Directiva y la Alta Gerencia y demás ejecutivos clave.

viii. Evaluar a los candidatos y proponer el nombramiento y remoción del Presidente de la sociedad.

ix. Proponer los criterios objetivos por los cuales la sociedad contrata y remunera a sus ejecutivos clave.

x. Proponer a la Junta Directiva la política de remuneración de los miembros de la Junta Directiva – que deberá ser aprobada por la Asamblea General - y la política de remuneración de la Alta Gerencia.

xi. Proponer a la Junta Directiva, dentro del marco de la política de remuneración aprobada por la Asamblea General, la cuantía individual de las retribuciones de los miembros de la Junta Directiva incluyendo al Presidente de la Junta Directiva, y a los Miembros Ejecutivos, si los hubiere, por el desempeño de funciones distintas a las de miembro de la Junta Directiva y demás condiciones de sus contratos laborales.

xii. Asegurar la observancia de la política de remuneración de los miembros de la Junta Directiva y demás Administradores,

Ed. CESA. V rev.

y la transparencia y revelación de sus retribuciones (si esta función no está atribuida expresamente a otro Comité.)

xiii. Revisar periódicamente los programas de remuneración de los miembros de la Junta Directiva y Alta Gerencia y hacer las recomendaciones pertinentes a la Junta Directiva.

xiv. Formular el Informe anual sobre la política de remuneración de los miembros de la Junta Directiva y la Política de Remuneración de la Alta Gerencia.

xv. Apoyar al Presidente de la Junta Directiva en la realización de la evaluación anual de dicho órgano, revisar los resultados del proceso, y formular sugerencias para el mejor funcionamiento de la misma (si dicha función no está atribuida expresamente a otro Comité).

xvi. Proponer la Política de Recursos Humanos de la sociedad.

- Comité de Riesgos.

18.23. El principal objetivo del Comité de Riesgos es asistir a la Junta Directiva en el cumplimiento de sus responsabilidades de supervisión en relación con la gestión de riesgos.

18.24. A petición del Presidente de la Asamblea, el Presidente del Comité de Riesgos puede informar a la Asamblea General de Accionistas sobre aspectos concretos del trabajo realizado por el Comité.

18.25. Con los ajustes que sean necesarios para distinguir entre sociedades que pertenecen al sector financiero o al sector real de la economía, y sin perjuicio de las funciones asignadas a este comité por las normas

Ed. CESA. V rev.

vigentes, el Reglamento Interno del Comité de Riesgos le atribuye las siguientes funciones:

i. Informar a la Asamblea General de Accionistas sobre las cuestiones que en ella planteen los accionistas en materias de su competencia.

ii. Revisar y evaluar la integridad y la adecuación de la función de gestión de riesgos de la sociedad.

iii. Revisar la adecuación del capital económico y regulatorio, en los casos en que a ello haya lugar, de cada empresa y su asignación a las distintas líneas de negocio y/o productos.

iv. Revisar los límites de riesgos y los informes sobre riesgos, haciendo las recomendaciones pertinentes a la Junta Directiva y/o al Comité de Auditoría.

v. Proponer a la Junta Directiva la política de riesgos de la sociedad.

vi. Valorar sistemáticamente la estrategia y las políticas generales de riesgo en la sociedad, traducidas en el establecimiento de límites por tipos de riesgo y de negocio, con el nivel de desagregación que se establezca por negocios, grupos empresariales o económicos, clientes y áreas de actividad.

vii. Analizar y valorar la gestión ordinaria del riesgo en la sociedad, en términos de límites, perfil de riesgo (pérdida esperada), rentabilidad, y mapa de capitales (capital en riesgo).

viii. Analizar y evaluar los sistemas y herramientas de control de riesgos de la sociedad.

Ed. CESA. V rev.

ix. Formular las iniciativas de mejora que considere necesarias sobre la infraestructura y los sistemas internos de control y gestión de los riesgos.

x. Elevar a la Junta Directiva las propuestas de normas de delegación para la aprobación de los distintos tipos de riesgo que correspondan asumir a ésta o a otros niveles inferiores de la organización.

xi. Informar a la Junta Directiva sobre las operaciones que ésta deba autorizar, cuando las mismas sobrepasen las facultades otorgadas a otros niveles de la sociedad.

xii. A solicitud de la Junta Directiva, informarla sobre las operaciones que ésta deba autorizar por ley o por reglamento o disposición interna o externa.

xiii. Valorar y seguir las indicaciones formuladas por las autoridades supervisoras en el ejercicio de su función.

xiv. Impulsar la adecuación de la gestión del riesgo en la sociedad a un modelo avanzado que permita la configuración de un perfil de riesgos acorde con los objetivos estratégicos y un seguimiento del grado de adecuación de los riesgos asumidos a ese perfil.

- Comité de Gobierno Corporativo.

18.26. El principal cometido del Comité de Gobierno Corporativo es asistir a la Junta Directiva en sus funciones de propuestas y de supervisión de las medidas de Gobierno Corporativo adoptadas por la sociedad.

18.27. El Reglamento Interno del Comité de Gobierno Corporativo le atribuye las siguientes funciones:

Ed. CESA. V rev.

i. Propender porque los accionistas y el mercado en general, tengan acceso de manera completa, veraz y oportuna a la información de la sociedad que deba revelarse.

ii. Revisar y evaluar la manera en que la Junta Directiva dio cumplimiento a sus deberes durante el período.

iii. Supervisar que se cumplan los requisitos y procedimientos para la elección de los miembros de la Junta Directiva de la sociedad y demás empresas Subordinadas en el caso de Conglomerados (competencias, inhabilidades, limitaciones, entre otras).

iv. Coordinar el proceso de inducción de los nuevos miembros de Junta Directiva y promover la capacitación y actualización de los mismos en temas que tengan relación con las competencias de la Junta Directiva.

v. Revisar que las prácticas de Gobierno Corporativo de la sociedad, la conducta y comportamiento empresarial y administrativo, se ajusten a lo previsto en el código de Gobierno Corporativo y demás normativa interna y regulatoria.

vi. Estudiar las propuestas de reforma a los Estatutos y código de Gobierno Corporativo que tengan relación con el buen gobierno de la sociedad y presentar las modificaciones, actualizaciones y derogatorias de las disposiciones relacionadas con el Gobierno Corporativo.

vii. Hacer seguimiento periódico de las negociaciones realizadas por miembros de la Junta Directiva y Administradores con acciones

Ed. CESA. V rev.

emitidas por la sociedad o por otras empresas emisoras cuando hacen parte del mismo Conglomerado y, en general, de su actuación en el ámbito del mercado de valores.

viii. Atender dentro de los diez (10) días comunes siguientes a su presentación las reclamaciones de los accionistas e Inversionistas que consideren que la sociedad no aplica las políticas de Gobierno Corporativo adoptadas.

ix. Conocer de las actuaciones relacionadas con conductas de los miembros de la Junta Directiva de la Sociedad que puedan ser contrarias a lo dispuesto en los Estatutos, el Reglamento de la Junta Directiva y demás reglamentos internos, de las que se informará a ésta, cuando a juicio del Comité fuere necesario.

Medida No. 19: Funcionamiento de la Junta Directiva

La organización sistemática de las reuniones de Junta Directiva y la preparación anticipada y diligente por parte de sus miembros coadyuvan a su eficacia y disminuyen el riesgo de convertir las reuniones en espacios para obtener información y/o solo ratificar propuestas presentadas por la Alta Gerencia.

19.1 El Presidente de la Junta Directiva con la asistencia del Secretario y del Presidente de la sociedad prepara un plan de trabajo de la Junta Directiva para el periodo evaluado, herramienta que facilita determinar el número razonable de reuniones ordinarias por año y su duración estimada.

Ed. CESA. V rev.

19.2. Salvo las entidades sometidas a vigilancia que por su régimen están obligadas mínimo a una (1) reunión por mes, la Junta Directiva de la sociedad celebra entre ocho (8) y doce (12) reuniones ordinarias por año.

19.3. Una (1) o dos (2) reuniones por año de la Junta Directiva tienen un foco claramente orientado a la definición y seguimiento de la estrategia de la sociedad.

19.4. La Junta Directiva aprueba un calendario concreto de sesiones ordinarias, sin perjuicio de que, con carácter extraordinario, pueda reunirse cuantas veces sea necesario.

19.5. Junto con la convocatoria de la reunión y, como mínimo, con una antelación de cinco (5) días comunes, se entregan a los miembros de la Junta Directiva los documentos o la información asociada a cada punto del Orden del Día, para que sus miembros puedan participar activamente y tomen las decisiones de forma razonada.

19.6. El Presidente de la Junta Directiva asume, con el concurso del Secretario de la Junta Directiva, la responsabilidad última de que los miembros reciban la información con antelación suficiente y que la información sea útil, por lo que en el conjunto de documentos que se entrega (dashboard de la Junta Directiva) debe primar la calidad frente a la cantidad.

19.7. La responsabilidad última de la preparación del Orden del Día de las reuniones de la Junta Directiva corresponde al Presidente de la Junta Directiva y no al Presidente de la sociedad, y se estructura de acuerdo con ciertos parámetros que permitan seguir un orden lógico de la presentación de los temas y los debates.

Ed. CESA. V rev.

19.8. En el Informe Anual de Gobierno Corporativo y en la página Web corporativa, la sociedad hace pública la asistencia de los miembros a las reuniones de la Junta Directiva y sus Comités.

19.9. Anualmente la Junta Directiva evalúa la eficacia de su trabajo como órgano colegiado, la de sus Comités y la de los miembros individualmente considerados, incluyendo la evaluación por pares, así como la razonabilidad de sus normas internas y la dedicación y rendimiento de sus miembros, proponiendo, en su caso, las modificaciones a su organización y funcionamiento que considere pertinentes. En el caso de Conglomerados, la Junta Directiva de la matriz exige que el proceso de evaluación se lleve a cabo también en las Juntas Directivas de las Empresas Subordinadas.

19.10. La Junta Directiva alterna la técnica de la autoevaluación interna con la evaluación externa realizada por asesores independientes.

Medida No.20: Deberes y Derechos de los miembros de la Junta Directiva.

Desde la óptica del buen Gobierno Corporativo, se exige no sólo defender a las compañías de la posible incompetencia o negligencia de los miembros de la Junta Directiva sino, sobre todo y en primer lugar, de los actos de apropiación indebida de los bienes de las compañías por parte de sus Administradores quienes en ocasiones han antepuesto sus intereses personales a los intereses societarios.

Ed. CESA. V rev.

20.1. El Reglamento de la Junta Directiva complementa lo dispuesto en el marco normativo, en relación con los deberes y derechos de los miembros de la Junta Directiva.

20.2. El Reglamento de la Junta Directiva desarrolla el entendimiento de la sociedad respecto a los siguientes deberes de los miembros de la Junta Directiva:

i. Deber de diligencia o cuidado.

ii. Deber de lealtad.

iii. Deber de no competencia.

iv. Deber de secreto.

v. Deber de no uso de los activos sociales.

20.3. El Reglamento de la Junta Directiva desarrolla el contenido de los siguientes derechos de los miembros de la Junta Directiva:

i. Derecho de información.

ii. Derecho a contar con el auxilio de expertos.

iii. Derecho de remuneración.

iv. Derecho de inducción y entrenamiento permanente.

Ed. CESA. V rev.

Medida No. 21: Conflictos de Interés.

21.1. La sociedad cuenta con una política y un procedimiento definido y formalizado en la normativa interna para el conocimiento, administración y resolución de las situaciones de conflicto de interés, ya sean directos o indirectos a través de Partes Vinculadas, que pueden afectar a los miembros de la Junta Directiva y demás Administradores.

21.2. El procedimiento para la gestión de los conflictos de interés distingue la naturaleza de los mismos, diferenciando entre conflicto de interés esporádico o permanente. Si el conflicto de interés es esporádico, el procedimiento aplicable indica las reglas y pasos a seguir, que deben ser relativamente fáciles de administrar y difícil de eludir para el afectado. Para el caso de conflictos de interés de carácter permanente, el procedimiento considera que si esta situación afecta al conjunto de las operaciones de la sociedad, debe entenderse como una causal de renuncia obligatoria por parte del afectado ya que le imposibilita para ejercer el cargo.

21.3. Los miembros de la Junta Directiva, Representantes Legales, miembros de la Alta Gerencia y demás Administradores de la sociedad informan periódicamente a la Junta Directiva de las relaciones, directas o indirectas, que mantengan entre ellos, o con otras entidades o estructuras pertenecientes al Conglomerado del que hace parte el emisor, o con el emisor, o con proveedores, o con clientes o con cualquier otro Grupo de Interés, de las que pudieran derivarse situaciones de conflicto de interés o influir en la dirección de su opinión o voto, construyendo así un "mapa de Partes Vinculadas" de los Administradores.

Ed. CESA. V rev.

21.4. Las situaciones de conflicto de interés relevante entendidos como aquellos que obligarían al afectado a abstenerse de una reunión y/o votación, en que se encuentren los miembros de la Junta Directiva y demás Administradores, son recogidas en la información pública que con carácter anual publica la sociedad en su página Web.

21.5. Para estos efectos, la definición de Parte Vinculada que aplica la sociedad es consistente con la Norma Internacional de Contabilidad nº 24 (NIC 24).

Medida No. 22: Operaciones con Partes Vinculadas.

Los conflictos de interés pueden llevar asociada, además, una transacción u operación con parte vinculada, en la que el bien objeto de transacción pueden ser acciones de la sociedad o cualquier otro bien o servicio, tales como operaciones financieras, suministros, alquileres, garantías, compra-venta de activos, etc.

La forma de manejar este tipo de transacciones entre la sociedad y los miembros de la Junta Directiva, accionistas controlantes o significativos, miembros de la Alta Gerencia o las Partes Vinculadas de cualquiera de ellos, o entre empresas de un Conglomerado, marcan la diferencia entre las buenas y malas prácticas de Gobierno Corporativo.

Las operaciones con partes vinculadas se presentan con mayor frecuencia en situaciones de control accionario. En el caso de los Conglomerados se pueden plantear inconvenientes para gestionar este tipo de operaciones, especialmente cuando la Matriz no controla el cien por cien (100%) del capital de la Subordinada y en marcos legales que se focalizan en empresas

Ed. CESA. V rev.

individuales, los miembros de las Juntas Directivas de las subordinadas pueden encontrarse en una situación delicada si a la hora de valorar operaciones vinculadas, anteponen el interés general del Conglomerado frente al interés particular de la Subordinada o viceversa.

Las operaciones con vinculadas no son negativas per se, es más, pueden ser económicamente beneficiosas y generadoras de valor, pero en ocasiones, pueden generar un riesgo de abuso o de apropiación indebida en perjuicio de los accionistas minoritarios razón por la cual las NIIF las dedican una especial atención.

Respecto a las operaciones con vinculadas se proponen las siguientes recomendaciones:

22.1. La sociedad cuenta con una política que define el procedimiento concreto para la valoración, aprobación y revelación de las operaciones con Partes Vinculadas, incluidos los saldos pendientes y relaciones entre ellas.

22.2. La política de la sociedad sobre operaciones con vinculadas aborda los siguientes aspectos:

i. Valoración: el conocimiento y valoración de la transacción debe corresponder al Comité de Auditoría. Las conclusiones de la valoración se consignan en un informe del Comité a la Junta Directiva donde se establecen:

a) Los criterios cualitativos o cuantitativos utilizados para determinar la materialidad de la operación.

b) El respeto de la operación a la igualdad de trato de los accionistas.

Ed. CESA. V rev.

c) El precio o valor de la operación y el respeto a las condiciones de mercado.

d) El momento de la revelación.

ii. Aprobación: las operaciones con vinculadas son aprobadas por la Junta Directiva con la exclusión de la parte interesada, y dependiendo del volumen o complejidad de la operación, la política puede plantear la opción de solicitar la aprobación expresa de la Asamblea General de Accionistas.

Para la aprobación de estas operaciones se requiere, además del anterior informe, de una mayoría cualificada en la Junta Directiva, al menos para las operaciones más relevantes. Esta mayoría debe ser de tres cuartas partes de la misma y el voto afirmativo de los Miembros Independientes.

iii. Revelación: Para la revelación posterior de las operaciones entre Partes Vinculadas propias del giro ordinario, que sean recurrentes y a precios de mercado, la sociedad suministra al mercado información adicional al esquema planteado por las NIIF y lo hace como mínimo una vez al año a través de los estados financieros.

22.3. La política prevé que no requieren de autorización expresa por parte de la Junta Directiva, las operaciones vinculadas recurrentes propias del giro ordinario realizadas en virtud de contratos de adhesión, o contratos marco generales, cuyas condiciones están perfectamente estandarizadas, se aplican de forma masiva, y son realizadas a precios de mercado, fijados con carácter general por quien actúa como suministrador del bien o servicio del que se trate, y cuya cuantía individual no sea relevante para la sociedad.

Ed. CESA. V rev.

Medida No. 23: Retribución de los miembros de la Junta Directiva

Uno de los temas más controvertidos en Gobierno Corporativo es el relacionado con la retribución de los miembros de la Junta Directiva y de la Alta Gerencia.

Como mejor práctica, se considera que para el buen funcionamiento de la empresa, la Junta Directiva debe estar "suficientemente remunerada" para retribuir la dedicación de tiempo, la cualificación puesta a disposición de la sociedad y la responsabilidad derivada de la condición de Administrador. Desde esta perspectiva, retribuciones excesivamente bajas o testimoniales, condicionan la posibilidad de exigir los compromisos adquiridos por el miembro de la Junta Directiva, mientras que, por el contrario, retribuciones excesivamente elevadas pueden llegar a comprometer su independencia de criterio.

La tendencia actual es la de revelar, en el marco de la transparencia informativa por parte de las sociedades, la remuneración de los miembros de la Junta Directiva y la Alta Gerencia.

En relación con los aspectos retributivos de la Junta Directiva se plantean las siguientes recomendaciones:

23.1. La sociedad cuenta con una política de remuneración de la Junta Directiva, aprobada por la Asamblea General de Accionistas y revisada cada año, que identifica todos los componentes retributivos que efectivamente se pueden satisfacer. Estos componentes pueden ser fijos o variables. Pueden incluir honorarios fijos por ser miembro de la Junta Directiva,

Ed. CESA. V rev.

honorarios por asistencia a las reuniones de la Junta y/o sus Comités y otros emolumentos de cualquier clase devengados en el curso del ejercicio, cualquiera que sea su causa, en dinero o en especie, así como las obligaciones contraídas por la sociedad en materia de pensiones o de pago de primas de seguros de vida, u otros conceptos, respecto tanto de los miembros antiguos como actuales, así como aquellas primas de seguro por responsabilidad civil (pólizas D&O) contratadas por la compañía a favor de los miembros de la Junta Directiva.

23.2. Si la sociedad adopta sistemas de remuneración mediante el reconocimiento de un componente variable vinculado a la buena marcha de la sociedad en el medio y largo plazo, la política de remuneración incorpora límites a la cuantía que se puede distribuir la Junta Directiva y, si el componente variable está relacionado con los beneficios de la sociedad u otros indicadores de gestión al cierre del periodo evaluado, debe tomar en cuenta las eventuales salvedades que figuren en el informe del Revisor Fiscal y que podrían minorar los resultados del periodo.

23.3. Los Miembros Patrimoniales e Independientes de la Junta Directiva quedan expresamente excluidos de sistemas retributivos que incorporan opciones sobre acciones o una retribución variable vinculada a la variación absoluta de la cotización de la acción.

23.4. Para cada periodo evaluado, en el marco de la política de remuneración, la Asamblea General de Accionistas aprueba un costo máximo de la Junta Directiva por todos los componentes retributivos aprobados.

23.5. El costo efectivo total de la Junta Directiva durante el periodo evaluado, que incluye todos los componentes retributivos satisfechos a los

Ed. CESA. V rev.

miembros de la Junta Directiva así como el reembolso de gastos es conocido por los accionistas y publicado en la página web de la sociedad, con el nivel de desagregación y detalle que apruebe la Junta Directiva.

Medida No. 24: El Presidente de la sociedad y la Alta Gerencia

24.1. El modelo de gobierno de la sociedad establece una separación efectiva entre la administración o gobierno de la sociedad (representada por la Junta Directiva) y el Giro Ordinario de los negocios (a cargo de la Alta Gerencia con el liderazgo del Presidente de la sociedad).

24.2. Con carácter general, la política de la Junta Directiva consiste en delegar el Giro Ordinario de los negocios en el equipo de Alta Gerencia, concentrando su actividad en las funciones generales de estrategia, supervisión, gobierno y control.

24.3. Como norma general los miembros de la Alta Gerencia son identificados, evaluados y designados directamente por el Presidente de la sociedad ya que son sus colaboradores directos. Alternativamente, la sociedad puede optar porque los miembros de la Alta Gerencia sean designados por la Junta Directiva a propuesta del Presidente de la sociedad. Independientemente de quién haga la designación final, los candidatos a ocupar puestos ejecutivos clave de la sociedad son conocidos y evaluados por el Comité de Nombramientos y Remuneraciones de la Junta Directiva, quien deberá emitir su opinión.

Ed. CESA. V rev.

24.4. La sociedad cuenta con una política clara de delegación de funciones aprobada por la Junta Directiva y/o un esquema de poderes que permite conocer el nivel de empoderamiento del Presidente de la sociedad y de los demás miembros de la Alta Gerencia.

24.5. La Junta Directiva, por medio del Comité de Nombramientos y Retribuciones, o quien cumpla sus funciones, lidera anualmente la evaluación del desempeño del Presidente de la sociedad y conoce las evaluaciones de los demás miembros de la Alta Gerencia.

24.6. La sociedad cuenta con una política de remuneración del Presidente de la sociedad y de los demás miembros de la Alta Gerencia, aprobada por la Junta Directiva, que identifica todos los componentes retributivos que efectivamente se pueden satisfacer, atados al cumplimiento de objetivos a largo plazo y los niveles de riesgo.

24.7. Si la retribución del Presidente de la sociedad incluye un componente fijo y uno variable, su diseño técnico y forma de cálculo impide que el componente variable pueda llegar a superar el límite máximo establecido por la Junta Directiva.

Ed. CESA. V rev.

A.6. Guía Colombiana de Gobierno Corporativo para Sociedades Cerradas y de Familia[57]

Módulo III. Administradores

Medida 19. La compañía deberá establecer, en sus estatutos, las funciones de los órganos societarios. En todo caso, cada órgano deberá tener funciones diferentes.

Medida 20. La compañía establecerá un procedimiento para la presentación de candidatos para miembros de Junta Directiva u órgano equivalente, que establezca un mecanismo de verificación del régimen de inhabilidades e incompatibilidades establecidas en la Ley, los estatutos y demás regulaciones internas aplicables.

Medida 21. La Junta Directiva deberá tener un número impar de miembros, de los cuales por lo menos uno (1) deberá ser externo. Para los efectos de esta guía, se entenderá por miembro externo, aquella persona que en ningún caso:

- Sea empleado o Representante Legal de la compañía.
- Sea empleado o administrador de la persona natural o jurídica que preste servicios de auditoría a la sociedad o a alguna de sus filiales o subsidiarias.

57 Documento producto del Comité Interinstitucional, liderado por la Superintendencia de Sociedades, la Cámara de Comercio de Bogotá y Confecámaras. Los derechos de autor del documento son exclusivos de la Superintendencia de Sociedades, la Cámara de Comercio de Bogotá y Confecámaras.

Ed. CESA. V rev.

- Sea asociado que directa o indirectamente dirija, oriente o controle la mayoría de los derechos de voto de la compañía o que determine la composición mayoritaria de los órganos de administración, de dirección o de control de la misma.
- Tenga vínculos familiares con alguno de los anteriores hasta el tercer grado de consanguinidad, segundo de afinidad o primero civil.

Medida 22. La Junta Directiva, o el Máximo Órgano Social en ausencia de Junta Directiva, adelantará de forma indelegable las siguientes funciones:

- Aprobar el presupuesto anual, el plan y objetivos estratégicos de la compañía.
- Realizar seguimiento periódico al desarrollo del plan estratégico.
- Establecer las políticas de nombramiento, retribución, evaluación y destitución de los altos directivos de la compañía.
- Identificar las partes vinculadas.
- Verificar el adecuado funcionamiento del sistema de control interno, cumplimiento de las políticas contables y administración de riesgos.
- Determinar las políticas de información y comunicación con los grupos de interés de la compañía.
- Establecer el programa para mitigar el riesgo de sucesión del ejecutivo principal de la compañía.
- Velar por el cumplimiento de las normas de gobierno corporativo.

Ed. CESA. V rev.

- Administrar los conflictos de interés de los funcionarios distintos a los administradores.

Medida 23. La Junta Directiva o el órgano equivalente tendrán un reglamento de organización interno que contemplará al menos los siguientes aspectos:

- Los deberes, derechos, incompatibilidades e inhabilidades de los miembros, así como los supuestos en que debe darse el cese o la dimisión de sus miembros.
- La periodicidad de las reuniones.
- La forma, antelación y competencia para realizar la convocatoria, así como los documentos que deben acompañarla para garantizar el derecho de información de los miembros.
- La forma en que la Junta Directiva tendrá acceso a la información de la compañía, estableciendo que cualquier solicitud de información de un miembro individual deberá ser aprobada por la Junta Directiva.
- Las reglas para la instalación, desarrollo y terminación de sus reuniones.

Medida 24. La compañía deberá asignar un responsable de la comprobación del cumplimiento de las normas estatutarias y legales en las reuniones de la Junta Directiva o del órgano equivalente, así como también deberá reflejar debidamente en las actas el desarrollo de las sesiones de la Junta o el órgano equivalente, y dar fe de las decisiones.

Ed. CESA. V rev.

Medida 25. La compañía establecerá un procedimiento de evaluación de la gestión de su Junta Directiva o del órgano equivalente, en el que claramente se establezca la forma, periodicidad y el responsable de la evaluación. Los resultados más relevantes de las evaluaciones realizadas deberán ser incluidos en el informe anual de gobierno corporativo.

A.7. G20/OECD Principles of Corporate Governance [58]

VI. The responsibilities of the board

The corporate governance framework should ensure the strategic guidance of the company, the effective monitoring of management by the board, and the board's accountability to the company and the shareholders.

A. Board members should act on a fully informed basis, in good faith, with due diligence and care, and in the best interest of the company and the shareholders.

B. Where board decisions may affect different shareholder groups differently, the board should treat all shareholders fairly.

58 Recomendaciones tomadas textualmente de: OECD (2015), G20/OECD *Principles of Corporate Governance*, OECD, París. Sugerimos al lector consultar el documento completo pues aquí se toma solo el aparte de juntas, y exclusivamente los resaltados. El documento original contiene un mayor nivel de discusión. Este aparte se incluye en ingles porque a la fecha de la publicación no está disponible la versión oficial en español.

Ed. CESA. V rev.

C. The board should apply high ethical standards. It should take into account the interests of stakeholders.

D. The board should fulfill certain key functions, including:

1. Reviewing and guiding corporate strategy, major plans of action, risk management policies and procedures, annual budgets and business plans; setting performance objectives; monitoring implementation and corporate performance; and overseeing major capital expenditures, acquisitions and divestitures.

2. Monitoring the effectiveness of the company's governance practices and making changes as needed.

3. Selecting, compensating, monitoring and, when necessary, replacing key executives and overseeing succession planning.

4. Aligning key executive and board remuneration with the longer term interests of the company and its shareholders.

5. Ensuring a formal and transparent board nomination and election process.

6. Monitoring and managing potential conflicts of interest of management, board members and shareholders, including misuse of corporate assets and abuse in related party transactions.

7. Ensuring the integrity of the corporation's accounting and financial reporting systems, including the independent audit, and that appropriate systems of control are in place, in particular, systems for risk management, financial and operational control, and compliance with the law and relevant standards.

Ed. CESA. V rev.

8. Overseeing the process of disclosure and communications.

E. The board should be able to exercise objective independent judgment on corporate affairs.

1. Boards should consider assigning a sufficient number of nonexecutive board members capable of exercising independent judgment to tasks where there is a potential for conflict of interest. Examples of such key responsibilities are ensuring the integrity of financial and non-financial reporting, the review of related party transactions, nomination of board members and key executives, and board remuneration.

2. Boards should consider setting up specialized committees to support the full board in performing its functions, particularly in respect to audit, and, depending upon the company's size and risk profile, also in respect to risk management and remuneration. When committees of the board are established, their mandate, composition and working procedures should be well defined and disclosed by the board.

3. Board members should be able to commit themselves effectively to their responsibilities.

4. Boards should regularly carry out evaluations to appraise their performance and assess whether they possess the right mix of background and competences.

F. In order to fulfill their responsibilities, board members should have access to accurate, relevant and timely information.

Ed. CESA. V rev.

G. When employee representation on the board is mandated, mechanisms should be developed to facilitate access to information and training for employee representatives, so that this representation is exercised effectively and best contributes to the enhancement of board skills, information and independence.

Ed. CESA. V rev.

Referencias

Adams, R. B., Almeida, H. y Ferreira, D. (2005). Powerful CEOs and Their Impact on Corporate Performance, *The Review of Financial Studies* 18(4):1403–1432.

Adams, R. B. y Ferreira, D. (2007). A Theory of Friendly Boards, *The Journal of Finance* 62(1):217–250.

Adams, R. B. y Ferreira, D. (2009). Women in the boardroom and their impact on governance and performance, *Journal of Financial Economics* 94(2):291–309.

Allgood, S. F., Kathleen A. y Kamal, R. (2012). Do boards know when they hire a CEO that is a good match? Evidence from initial compensation, *Journal of Corporate Finance* 18(5):1051–1064.

Anderson, R. y Reeb, D. (2004). Board Composition: Balancing Family Influence in S&P 500 Firms, *Administrative Sciences Quarterly* 49(2):209–237.

Andres, Ch. (2008). Large shareholders and firm performance – an empirical examination of founding–family ownership, *The Journal of Corporate Finance* 14(4):431–445.

Andrews, K. R. (1971). *The Concept of Corporate Strategy*, Dow Jones-Irwin, Homewood, IL 1971; second edition, 1980; Third edition, 1987.

Andrews, K. R. (1981). Corporate strategy as a vital function of the board, *Harvard Business Review* 59(6):174–184.

Ed. CESA. V rev.

Barontini, R. y Caprio L. (2006). The Effect of Family Control on Firm Value and Performance: Evidence from Continental Europe, *European Financial Management* 12(5):689–723.

Bates, T. W., Becher, D. A. y Lemmon, M. L. (2008). Board classification and managerial entrenchment: Evidence from the market for corporate control, *Journal of Financial Economics* 87(3):656–677.

Baysinger, B. D., Kosnik R. D. y Turk Th. A. (1991). Effects of board and ownership structure on corporate R&D strategy, *Academy of Management Journal* 34(1):205–214.

Bebchuk, L. A. y Cohen, A. (2005). The costs of entrenched boards, *Journal of Financial Economics* 78(2):409–433.

Bebchuk, L. A., Fried, J. M. y Walker, D. I. (2002). Managerial power and rent extraction in the design of executive compensation, *University of Chicago Law Review* 69(3):751–846

Black, B. S. y Woochan K. (2012). The effect of board structure on firm value: A multiple identification strategies approach using Korean data, *Journal of Financial Economics* 104(1):203–226.

Boone, A. L., Casares, F. L., Karpoff, J. M. y Raheja, Ch. G. (2007). The determinants of corporate board size and composition: An empirical analysis, *Journal of Financial Economics* 85(1):66–101.

CAF (2006). *Manual de Gobierno Corporativo para empresas de capital cerrado*. Oficina de Políticas Públicas y Competitividad de la Corporación Andina de Fomento (ahora Banco de Desarrollo de América Latina), Caracas, Venezuela.

Ed. CESA. V rev.

Chandler, A. (1962). *Strategy and structure. Chapters in the history of the American industrial enterprise*, Cambridge, MA: The MIT Press.

Cheng, Sh. (2008). Board size and the variability of corporate performance, *Journal of Financial Economics* 87(1):157–176.

Chhaochharia, V. y Grinstein Y. (2009). CEO Compensation and Board Structure, *The Journal of Finance* 64(1):231–261.

Coles, J. L. y Hoi, Chun-Keung (2003). New Evidence on the Market for Directors: Board Membership and Pennsylvania Senate Bill 1310, *The Journal of Finance* 58(1):197–230.

Coles, J. L., Daniel N. D. y Naveen, L. (2008). Boards: Does one size fit all? Journal of Financial Economics 87(2):329–356.

Coffee, J. (1999). The future as history: the prospects for global convergence in corporate governance and its implications, *Northwestern University Law Review* 93(3):641–708.

Core, J. E., Holthausen, R. W. y Larcker, D. F. (1999). Corporate governance, chief executive officer compensation, and firm performance, *Journal of Financial Economics* 51(3):371–406.

Cornetta, M. M. Marcusb, A. J. y Tehranianb, H. (2008). Corporate governance and pay-for-performance: The impact of earnings management, *Journal of Financial Economics* 87(2):357–373.

Dahya, J., Dimitrov, O. y McConnell, J. J. (2008). Dominant shareholders, corporate boards, and corporate value: A cross-country analysis, *Journal of Financial Economics* 87(1):73–100.

Ed. CESA. V rev.

Dahya, J., McConnell, J. J. y Travlos, N. G. (2002). The Cadbury Committee, Corporate Performance, and Top Management Turnover, *The Journal of Finance* 57(1):461–483.

Guercio, Del, D., Seery, L. y Woidtke, T. (2008). Do boards pay attention when institutional investor activists "just vote no"? *Journal of Financial Economics* 90(1):84–103.

Duchin, Ran, John Matsusaka y Oguzhan Ozbas (2010). When are outside directors effective? *Journal of Financial Economics* 96(2):195–214.

Efendi, J., Srivastava, A. y Swanson, E. P. (2007). Why do corporate managers misstate financial statements? The role of option compensation and other factors, *Journal of Financial Economics* 85(3):667–708.

Faccio, M. (2006). Politically Connected Firms, *American Economic Review* 96(1):369–386.

Fahlenbrach, R., Low A. y Stulz, R. (2010). Why do firms appoint CEOs as outside directors? *Journal of Financial Economics* 97(1):12–32.

Faleye, O. (2007). Classified boards, firm value, and managerial entrenchment, *Journal of Financial Economics* 83(2):501–529.

Faleye, O., Hoitash R. y Hoitash, U. (2011). The costs of intense board monitoring, *Journal of Financial Economics* 101(1):160–181.

Fama, E. (1970). Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work, *The Journal of Finance* 25(2):383–417.

Fama, E. (1980). Agency Problems and the Theory of the Firm, *The Journal of Political Economy* 88(2):288–307.

Ed. CESA. V rev.

Fama, E. y Jensen, M. (1983). Separation of ownership and control, *Journal of Law and Economics* 26(2):301–325.

Fan, J., Wong, T. J. y Zhang, T. (2007). Politically connected CEOs, corporate governance, and Post-IPO performance of China's newly partially privatized firms, *Journal of Financial Economics* 84(2):330–357

Ferris, S., Jagannathan, M. y Pritchard, A. C. (2003). Too Busy to Mind the Business? Monitoring by Directors with Multiple Board Appointments, *The Journal of Finance* 58(3):1087–1111.

Fich, E. y Shivdasani, A. (2006). Are Busy Boards Effective Monitors? *The Journal of Finance* 61(2):689–724.

Fich, E. y Shivdasani, A. (2007). Financial fraud, director reputation, and shareholder wealth, *Journal of Financial Economics* 86(2):306–336.

Field, L., Lowry, M. y Mkrtchyan, A. (2013). Are busy boards detrimental? *Journal of Financial Economics* 109(1):63–82.

Fisman, R. (2001). Estimating the Value of Political Connections, *American Economic Review* 91(4):1095–1102.

González, M., Guzmán, A., Pombo, C. y Trujillo, M-A. (2012). Family Firms and Financial Performance: The Cost of Growing, *Emerging Markets Review* 13(4):626–649.

González, M., Guzmán, A., Pombo, C. y Trujillo, M-A. (2013). Family Firms and Debt: Risk Aversion versus Risk of Losing Control, *Journal of Business Research* 66(11):2308–2320.

Ed. CESA. V rev.

González, M., Guzmán, A., Pombo, C. y Trujillo, M-A. (2014). Family Involvement and Dividend Policy in Listed and Non-Listed Firms, *Family Business Review* 27(4):365–385.

González, M., Guzmán, A., Pombo, C. y Trujillo, M-A. (2015). The Role of Family Involvement on CEO Turnover: Evidence from Colombian Family Firms, *Corporate Governance: An International Review*, en proceso de impresión.

Goldman, E., Rocholl J. y So, J. (2009). Do Politically Connected Boards Affect Firm Value? *The Review of Financial Studies* 22(6):2331–2360.

Güner, B., Malmendier, U. y Tate, G. (2008). Financial expertise of directors, *Journal of Financial Economics* 88(2):323–354.

Gutiérrez, L. y Pombo C. (2009). Corporate ownership and control contestability in emerging markets: The case of Colombia, *Journal of Economics and Business* 61(2):112–139.

Guzmán, A. (2011). *Desempeño financiero y política de dividendos: un análisis desde el gobierno corporativo para empresas familiares colombianas*, Disertación doctoral no publicada, Facultad de Administración, Universidad de los Andes.

Harris, M. y Raviv, A. (2008). A Theory of Board Control and Size, *The Review of Financial Studies* 21(4):1797–1832.

Hendry, K. y Kiel G. (2004) The Role of the Board in Firm Strategy: integrating agency and organisational control perspectives, *Corporate Governance: An International Review* 12(4):500–520.

Ed. CESA. V rev.

Hilb, M. (2005). *New corporate governance: successful board management tools*, Editorial Springer Berlin-Heidelberg, 2.ª ed., Alemania.

Huizinga, H., Laeven, L. y Nicodeme, G. (2008). Capital structure and international debt shifting, *Journal of Financial Economics*, 88(1), 80–118.

Hwang, B-H y Kim, S. (2009). It pays to have friends, *Journal of Financial Economics* 93(1):138–158.

Jensen, M. y Meckling, W. (1976). Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure, *Journal of Financial Economics* 3(4):305–360.

Klein, P., Shapiro, D. y Young, J. (2005). Corporate Governance, Family Ownership and Firm Value: the Canadian evidence, *Corporate Governance: An International Review* 13(6):769–784.

Kumar, P. y Sivaramakrishnan, K.(2008). Who Monitors the Monitor? The Effect of Board Independence on Executive Compensation and Firm Value, *The Review of Financial Studies* 21(3):1371–1401.

Li, F. y Srinivasan, S. (2011). Corporate governance when founders are directors, *Journal of Financial Economics* 102(2):454–469.

Linck, J., Netter J. y Yang, T. (2009), The Effects and Unintended Consequences of the Sarbanes-Oxley Act on the Supply and Demand for Directors, *The Review of Financial Studies* 22(8):3287–3328.

Mintzberg, H. (1990). The Design School: Reconsidering the Basic Premises of Strategic Management, *Strategic Management Journal* 11:171-195.

Ed. CESA. V rev.

Murphy, K. (1985). Corporate Performance and Managerial Remuneration: An Empirical Analysis, *Journal of Accounting and Economics* 7(1–3):11–42.

Nguyen, B. y Nielsen, K. (2010). The value of independent directors: Evidence from sudden deaths, *Journal of Financial Economics* 98(3):550–567.

OCDE (2004a). *Principios de gobierno corporativo* de la OCDE, OECD, París.

OCDE (2004b). *"White paper" sobre gobierno corporativo en América Latina*, Cámara de Comercio de Bogotá, Colombia, publicado bajo convenio con la OECD, París.

Perry, T. y Peyer, U. (2005). Board Seat Accumulation by Executives: A Shareholder's Perspective, *The Journal of Finance* 60(4):2083–2123.

Prada, F. (2011). Colombia: del mero cumplimiento a la convicción sobre el Gobierno Corporativo, en IGCLA y GCGF (eds.), *Gobierno Corporativo en Latinoamerica 2010-2011*, IGCLA y GCGF.

Restrepo, J. M., Trujillo M-A. y Guzmán, A. (2012). *Gobierno Corporativo en Instituciones de Educación Superior en Colombia*. Editorial CESA. Publicación financiada por el Ministerio de Educación Nacional. Bogotá, Colombia.

Ryan J.R, H. E., Wiggins, R.A. (2004). Who is in whose pocket? Director compensation, board independence, and barriers to effective monitoring, *Journal of Financial Economic*s 73(3):497–524.

Ed. CESA. V rev.

Schmidt, S. y Brauer, M. (2006). Strategic Governance: how to assess board effectiveness in guiding strategy execution, *Corporate Governance: An International Review* 14(1):13–22.

Schwartz-Ziv, M. y Weisbach, M. (2013). What do boards really do? Evidence from minutes of board meetings, *Journal of Financial Economics* 108(2):349–366.

Shivdasani, A. y Yermack, D. (1999). CEO Involvement in the Selection of New Board Members: An Empirical Analysis, *The Journal of Finance* 54(5):1829–1853.

Siciliano, J. (2005). Board involvement in strategy and organizational performance, *Journal of General Management* 30(4):1–10.

Smith, A. (1776). *The wealth of nations*, Reprint, 1937, Cannan Edition, Modern Library, New York.

Selznick, Ph. (1957). *Leadership in Administration. A Sociological Interpretation*, University of California Press, Berkeley, Los Angeles, London. California Paperback Edition, 1984. 162 pp.

Song, F. y Thakor, A. V.(2006). Information Control, Career Concerns, and Corporate Governance, *The Journal of Finance* 61(4):1845–1896.

Superintendencia de Sociedades, Confecámaras y Cámara de Comercio de Bogotá (2009). *Guía Colombiana de Gobierno Corporativo para Sociedades Cerradas y de Familia,* SSOC, Confecámaras y CCB, Bogotá, Colombia.

Ed. CESA. V rev.

Sraer, D. y David Th. (2007) Performance and Behavior of Family Firms: Evidence From the French Stock Market, *Journal of the European Economic Association* 5(4):709–751.

Sun, J., Cahan, S. y Emanuel, D. (2009). Compensation committee governance quality, chief executive officer stock option grants, and future firm performance, *Journal of Banking & Finance* 33(8):1507–1519.

Superintendencia Financiera de Colombia (2007). *Código de Mejores Prácticas Corporativas*. Circular Externa 028 de 2007. Anexo 2.

Trujillo, M-A. (2011). *Análisis del involucramiento familiar en la Política de endeudamiento y Rotación de directivos en empresas familiares en Colombia,* Disertación doctoral no publicada, Facultad de Administración, Universidad de los Andes.

Trujillo, M-A. y Guzmán, A.(2015). *Revelación de información y valor de las empresas en América Latina*. Editorial CESA con el apoyo del Consejo Privado de Competitividad, el Grupo Banco Mundial y SECO. Bogotá, Colombia.

Upadhyay, A., Bhargava, R. y Faircloth, Sh. (2014). Board structure and role of monitoring committees, *Journal of Business Research* 67(7):1486–1492.

Villalonga, B. y Amit R. (2006). How do family ownership, control and management affect firm value? *Journal of Financial Economics* 80(2):385–417.

White, H. (1980). A heteroskedasticity-consistent covariance matrix estimator and a direct test for heteroskedasticity, *Econometrica* 48, 817–838.

Ed. CESA. V rev.

Xie, B., Wallace III D. y DaDalt, P. J. (2003). Earnings management and corporate governance: the role of the board and the audit committee, *Journal of Corporate Finance* 9(3):295– 316

Yermack, D. (2004). Remuneration, Retention, and Reputation Incentives for outside Directors, *The Journal of Finance* 59(5):2281–2308.

Ed. CESA. V rev.

Ed. CESA. V rev.

CESA - Colegio de Estudios Superiores de Administración.

Este libro se terminó de imprimir en noviembre de 2015 en Bogotá D.C.

Se compuso en caracteres Adobe Caslon Pro a 12 puntos.

Y se imprimió sobre papel bond de 75 gr.

Ed. CESA. V rev.

Juntas Directivas en el desarrollo del Gobierno Corporativo

Las juntas directivas ocupan un lugar central en la estructura de gobierno corporativo de las grandes empresas en el mundo, y lo anterior puede entenderse fácilmente al considerar las funciones que tiene a cargo. En representación de los accionistas, las juntas asesoran y supervisan a la alta gerencia, lo que incluye la formulación estratégica y su seguimiento; la aprobación de presupuestos anuales; la formulación de las políticas de nombramiento, remuneración, evaluación y destitución de aquellos que conforman el equipo de alta gerencia; el estudio y, en algunos casos, aprobación de importantes operaciones financieras con carácter estratégico, como fusiones y adquisiciones, nuevas emisiones de capital y de deuda, y distribución de dividendos o recompra de acciones; la formulación de políticas de comunicación y revelación de información a los diferentes grupos de interés; y el establecimiento de un sistema de control interno, entre otros.

Dada la relevancia de las juntas directivas, la normatividad y la autorregulación en Colombia cada vez tienen más en cuenta estos órganos. Este libro ofrece al lector un análisis de las principales discusiones teóricas y empíricas en el ámbito nacional e internacional, y a la vez, un análisis del contexto legal y auto regulatorio de las juntas directivas en Colombia.

Editorial CESA

Ed. CESA. V rev.