

GOBIERNO CORPORATIVO EN IBEROAMÉRICA: TENDENCIAS Y DESAFÍOS

María Sacristán-Navarro

Catedrática de Organización de Empresas

Departamento de Economía de la Empresa, Economía Aplicada II y Fundamentos Análisis Económico

Universidad Rey Juan Carlos de Madrid

Silvia Gómez-Ansón

Catedrática de Economía Financiera

Departamento de Administración de Empresas

Universidad de Oviedo

Índice

<i>Introducción.....</i>	<i>2</i>
<i>I. Entorno Institucional</i>	<i>2</i>
<i>II. Gobierno Corporativo en Latinoamérica</i>	<i>4</i>
<i>III. Conclusiones.....</i>	<i>16</i>

GOBIERNO CORPORATIVO EN IBEROAMÉRICA: TENDENCIAS Y DESAFÍOS¹

María Sacristán-Navarro

Catedrática de Organización de Empresas

Departamento de Economía de la Empresa, Economía Aplicada II y Fundamentos Análisis Económico

Universidad Rey Juan Carlos de Madrid

Silvia Gómez-Ansón

Catedrática de Economía Financiera

Departamento de Administración de Empresas

Universidad de Oviedo

Introducción

El gobierno corporativo es el conjunto de prácticas, principios y normas que regulan la estructura y el funcionamiento de las organizaciones, asegurando transparencia, responsabilidad y equidad en la toma de decisiones. Su relevancia es innegable para la buena marcha de las empresas, atraer inversiones, el desarrollo de los mercados financieros y el crecimiento económico. Así lo ha entendido desde sus inicios también el Instituto Iberoamericano del Mercado de Valores. La promoción de jornadas y seminarios, así como la celebración anual del curso de gobierno corporativo, en el que participan anualmente un número significativo de miembros de los organismos reguladores y supervisores de los mercados iberoamericanos, ha permitido ahondar y expandir el conocimiento y la relevancia del gobierno corporativo en Iberoamérica.

No es posible separar el gobierno corporativo del entorno institucional en el que operan las empresas. En este sentido, la teoría institucional proporciona un marco para entender cómo las instituciones influyen en la formación, evolución y legitimidad de las prácticas de gobierno corporativo. El entorno institucional de los países iberoamericanos y, más específicamente, latinoamericanos, tan diferente del anglosajón, explica características diferenciales del gobierno corporativo en Latinoamérica. Realizar un breve análisis introductorio de la realidad del entorno institucional en Latinoamérica es el objetivo del segundo apartado de este artículo. Tras este análisis, nos referimos a características diferenciales del gobierno corporativo en Latinoamérica, haciendo especial hincapié en la estructura de propiedad y en los consejos de administración. Nos referimos también a los códigos de buen gobierno y a la información y transparencia informativa, también en materia de sostenibilidad. Por último, creemos que es importante abordar el tema de la diversidad en los consejos de administración, como diversidad de género, señalando la posición por debajo de la media mundial de la región, pero también introduciendo un concepto más amplio de diversidad al que ya se refieren normas aprobadas e informes en otros entornos institucionales, como Estados Unidos o el Reino Unido.

I. Entorno Institucional

Existen diferentes definiciones sobre el concepto del Gobierno Corporativo (GC). Estas coinciden con los diferentes paradigmas o modos de entender lo que es una empresa. Entre esas definiciones, podemos entender el GC como un nexo de contratos entre *stakeholders* o grupos de interés que persigue ayudar a la empresa a la búsqueda de sus objetivos a través de sus sistemas de gobierno y procesos de toma de decisiones. Desde una óptica más financiera, el GC ayuda a minimizar costes de agencia pues trata de las maneras en las que los proveedores de fondos a las empresas se aseguran la obtención de rentabilidad en las inversiones que realizan (Shelifer & Vishny, 1997). El

¹ Este artículo ha recibido el apoyo económico de los proyectos PID2021-124641NB-I00 y PID2022-140023NA-I00 del Ministerio de Ciencia e Innovación.

GC tiene que ver con aquellos procesos, instituciones o estructuras que ayudan a las organizaciones a distribuir el poder y el control de los recursos entre sus *stakeholders*.

Como señalan Aguilera & Jackson (2010), la comparación internacional del GC pone de manifiesto importantes cuestiones, entre otras, la no existencia de un modelo único de GC, sino de un GC moldeado por el entorno institucional (sistema legal, aspectos culturales, económicos y políticos) para cada país y el importante papel de las instituciones en la configuración del GC y sus mecanismos (como estructura de propiedad y consejos de administración). Los autores distinguen entre el GC orientado a los accionistas (centrado en maximizar el valor para los accionistas) y el GC orientado a los grupos de interés (centrado en equilibrar los intereses de múltiples grupos de interés, incluidos empleados y comunidades). El estudio también señala que pese a observarse una convergencia parcial en las prácticas de GC por la globalización y los esfuerzos regulatorios internacionales, persisten diferencias significativas en los modelos de GC, diferencias que tienen su origen en diferencias institucionales. Los sistemas de gobierno corporativo son altamente contextuales, moldeados por la mezcla única de factores institucionales, económicos y culturales de cada país.

Además, hay que considerar que el alcance del GC tradicionalmente se ha centrado en las empresas cotizadas, si bien estas son una minoría de las empresas a nivel mundial, existiendo una tendencia a una reducción en las empresas que están admitidas a cotización. Por ejemplo, mientras en 1996 había más de 7.300 empresas cotizadas en EEUU, actualmente son aproximadamente 4.300 (JPMorgan Chase & Co., 2023). Esta misma tendencia se observa en Latinoamérica, entre el año 2000 y el 2021, se admitieron casi 700 empresas a cotización, pero dejaron de cotizar 1.049; únicamente hubo más admisiones que exclusiones de cotización en los años 2007, 2011, 2020 y 2021 (OCDE, 2023).

La visión del GC ha estado también muy influenciada por el contexto anglo-americano, un contexto caracterizado, entre otros aspectos, por la propiedad dispersa, fuerte protección a los accionistas, mercados de capitales muy activos, mercados de trabajo flexibles, etc., y es este contexto, el que se ha tomado, en muchas ocasiones, como la base de lo que se considera, el buen gobierno, si bien las características, por ejemplo, en relación a protección de los inversores o la actividad de los mercados de capitales son distintas en otras zonas geográficas, tanto en economías avanzadas, como es el caso de la Unión Europea, como en mercados emergentes y países en desarrollo. Dentro de este último grupo se enmarca Latinoamérica y el Caribe (Fondo Monetario Internacional, 2024).

Los países latinoamericanos comprenden una variedad de economías en desarrollo que presentan diversos vacíos institucionales. En general, son entornos institucionales que ofrecen menor protección al accionista que la media de los países que siguen el sistema de derecho civil francés (Chong y López-de-Silanes, 2007), por lo que el riesgo de expropiación al inversor es mayor, el coste de capital es más alto, lo que merma el nivel de desarrollo financiero. No obstante, ponen de manifiesto cómo las mejoras en la protección al inversor hacen a los mercados financieros más atractivos y cómo, unas mejores prácticas de GC por parte de las empresas, puede ayudar a compensar las ineficiencias legales de los países, dado que están asociadas con menores costes de capital, mejores valoraciones y rentabilidades y dividendos entre países. En este contexto de entornos regulatorios débiles, con poca protección a los accionistas minoritarios, los mercados de valores muestran poca penetración con pocos participantes. Según datos de la OECD (2023), en 2021 había 1088 empresas cotizando en los mercados latinoamericanos, habiendo habido, como se ha comentado anteriormente, más exclusiones que admisiones a cotización en el periodo 2000-2021. La relación de la capitalización total de cada mercado respecto al PIB no es uniforme en la región, varía desde un 3% en Costa Rica a un 50% en Brasil, cifras que se encuentran por debajo de la media de la OCDE (un 150%) (ver Cuadro 1). El país con mayor número de empresas cotizadas es Brasil, seguido de Chile y México, si bien, por volumen de capitalización el mayor mercado es Brasil, seguido de México y Chile.

Cuadro 1. Número y capitalización bursátil de empresas cotizadas en Latinoamérica

País	Nº empresas cotizadas	Capitalización bursátil (USD billion)	Principal sector por capitalización-porcentaje
Argentina	92	37	Industrias extractivas y de procesamiento de minerales (39%)
Brasil	410	801	Industrias extractivas y de procesamiento de minerales (24%)
Chile	190	150	Financieras (29%)
Colombia	65	87	Industrias extractivas y de procesamiento de minerales (40%)
Costa Rica	8	2	Alimentación y bebidas (53%)
México	146	453	Bienes de consumo (21%)
Perú	177	71	Industrias extractivas y de procesamiento de minerales (37%)

Nota: Excluidos fondos de inversión y fondos de inversión inmobiliarios
Fuente: OCDE (2023)

II. Gobierno Corporativo en Latinoamérica

En el entorno institucional latinoamericano, el papel de los accionistas controladores o mayoritarios se torna en muy importante, (Aguilera et al., 2009; La Porta et al., 1999). La Guía Práctica de Gobierno Corporativo publicada en 2010 por la Corporación Financiera Internacional (IFC), la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos (OCDE) y el *Global Corporate Governance Forum* (IFC, 2010) constata esta realidad. Indica que el GC presenta en América Latina características singulares: el predominio de conglomerados y la concentración de la propiedad en pocos accionistas, con una concentración típicamente familiar, y también de los estados. Según los datos de una reciente encuesta realizada por la OECD (2023), la concentración de la propiedad en manos de los tres mayores accionistas varía desde un 56% en México a un 81% en Perú. Las empresas privadas son la categoría de propietarios más importantes en Argentina, Brasil, Chile y Perú. Los individuos son los propietarios más importantes en México (un 34%), mientras que en Colombia domina el sector público (aproximadamente poseyendo un 40% de las empresas cotizadas). Los inversores extranjeros institucionales poseen más inversión que los nacionales en Argentina, Brasil, Chile y México.

Es reseñable en este sentido, el estudio comparado de GC en algunos países latinoamericanos (Argentina, Brasil, Chile, Colombia y Venezuela) de Aguilera (2009), todos países con sistemas legales que se basan en la tradición de sistema civil francés (ver Cuadro 2). La autora analiza el papel de los gobiernos en los distintos países estudiados a quienes califica de “estilos paternalistas” debido a la elevada intervención del gobierno y de políticas proteccionistas a los trabajadores, siendo la estabilidad macroeconómica el gran reto de estos países. Destaca cómo éstos se encuentran en distintos estadios de transición hacia un GC más efectivo, cuestión que depende estrechamente de sus gobernantes; describe mercados de capitales en desarrollo y no homogéneos entre los países; y sistemas bancarios bastante débiles con una elevada concentración y presencia de propiedad extranjera. También señala que el mercado de trabajo sigue un estilo paternalista con altos niveles de intervención estatal y una acción pobre de la sociedad civil, si bien destaca las reformas efectuadas en el mercado de trabajo. En opinión de Aguilera (2009), son, en definitiva, países, que necesitan aumentar la transparencia de sus sistemas de gobierno corporativo.

Otros estudios como los de Chong y López de Silanes (2007) o el estudio ya mencionado de la OCDE (2023) analizan también el GC en distintos países latinoamericanos (ver Cuadro 2).

Cuadro 2: La protección al accionista y el GC en mercados latinoamericanos

Referencia	Países analizados	Medidas analizadas
Chong & López de Silanes, (2007)	Argentina; Bolivia; Brasil; Chile; Colombia; Ecuador; El Salvador; México; Panamá; Perú; Uruguay ; Venezuela	Protección al accionista; cumplimiento de las leyes; reformas legales; leyes de activos financieros; regulación anti-self dealing; indicadores de mercado
Aguilera, R. (2009)	Argentina, Brasil, Chile, Colombia y Venezuela	Sistema legal; sistema financiero; sistema de empleo, propiedad de la empresa, estructura y control.
OECD (2023)	Argentina, Brasil, Chile, Colombia, Costa Rica, México y Perú	Estructura de propiedad, concentración de los accionistas, información ASG

A continuación, nos referimos a rasgos principales de la estructura de propiedad y de los consejos de administración de empresas latinoamericanas.

1. Estructura de propiedad en Latinoamérica

La estructura de propiedad hace referencia a quienes son los dueños de las empresas y cuanto poseen (o controlan) de las empresas. A nivel mundial, considerando las empresas cotizadas, se observa un aumento de la concentración accionarial. Tal y cómo señalan Medina et al. (2022), durante la pasada década, en muchos mercados, ha aumentado la concentración accionarial, si bien es cierto que hay diferencias importantes entre regiones y países sobre la tipología de accionistas. También destacan cómo, en los países más emergentes hay una tendencia a la presencia de los grupos de empresas, a un crecimiento de la propiedad de los estados en algunos países, y a una re-concentración de la propiedad en manos de grandes accionistas institucionales. Todo ello sugiere un escenario alejado de poder asumir que las empresas se caracterizan por una propiedad dispersa.

Para Latinoamérica, Chong y López de Silanes (2007) se refieren a la dificultad de encontrar datos fiables sobre propiedad, y a la importancia de identificar a los últimos propietarios de las empresas. Se observa una elevada concentración accionarial, y un acceso limitado a la financiación externa propia y mercados de capitales estrechos. Los datos indican que en torno a un 55-60% de los derechos de *cash-flow* de las empresas están en manos del accionista controlador; y confirman la escasa presencia de los accionistas minoritarios en las empresas cotizadas latinoamericanas (una excepción es Chile), así como el uso de mecanismos que permiten la separación de la propiedad y el control como las pirámides y el uso de acciones con derechos especiales de voto. Es decir, pueden utilizarse mecanismos que permitan aumentar el control de las empresas a través, por ejemplo, de desviaciones del principio 1 acción-1 voto utilizando mecanismos como las pirámides o las acciones de doble clase con distintos derechos de voto (Aguilera, 2009). Además, como sugieren Céspedes et al. (2010), en Latinoamérica, los accionistas de empresas con una elevada concentración de la propiedad, pueden preferir emitir deuda antes que acciones para no perder el control de sus compañías.

En los mercados latinoamericanos, el común denominador de la propiedad de las empresas cotizadas es, por tanto, una elevada concentración de la propiedad, figurando tres países, Chile, Co-

Colombia o Argentina (y, Portugal entre los países iberoamericanos) entre los 10 países con mayores niveles de concentración de propiedad de las empresas (5ª posición Chile, 6ª Colombia, 8ª Argentina y 10ª Portugal, Cuadro 3).

Cuadro 3. Concentración de la propiedad de los tres mayores inversores de las empresas a finales de 2020

Top 3 mayores inversores (%)		Top 3 empresas (%)		Top 3 Sector Público (%)		Top 3 individuos (%)		Top 3 inversores institucionales (%)	
Rusia	79.7	Colombia	52.2	Slovenia	29.4	Hong-Kong (China)	34.7	Islandia	30.2
Croacia	75.3	Chile	51.3	Rusia	25.9	México	32.3	EEUU	23.5
Lituania	73.1	Indonesia	46.5	Lituania	25.8	Lituania	28.7	Rumanía	22.7
Indonesia	71.7	Turquía	45.2	Rumanía	17.4	Israel	28.2	Reino Unido	22.6
Chile	69.4	Portugal	43.7	China	16.1	China	27.6	Dinamarca	21.7
Colombia	69.2	Croacia	41.7	Croacia	13.9	Grecia	27.2	Países Bajos	20.1
Turquía	66.7	Bulgaria	39.3	Argentina	11.5	Polonia	26	Polonia	18
Argentina	66.7	Estonia	34	Nueva Zelanda	11.3	España	25	Suecia	17.3
Rumanía	65.7	Rusia	32	Sudáfrica	11	Corea	23.4	Irlanda	17.3
Portugal	64.5	Argentina	31.7	Australia	11	Argentina	22.2	Israel	16.4

Nota: El cuadro muestra la media de la participación de los tres mayores inversores (en conjunto) y por categorías de inversores. Sólo muestra la información para los 10 países con mayores niveles de concentración. Elaboración propia a partir de Medina et al. (2022)

En Latinoamérica, entre los grandes propietarios destacan las empresas, los estados, y los propietarios familiares, lo que dificulta el control corporativo (Federo y Coutinho, 2023). Como se observa en el Cuadro 3, Colombia y Chile lideran el ranking por participación de los tres mayores inversores empresa; poseen en las empresas colombianas un 52.2% de participación, en Chile, un 51.3% y en Argentina, un 31.7%. Tan sólo 1 país aparece entre los 10 con mayor participación del sector público, Argentina. En lo que se refiere a la participación de inversores individuales, se encuentran 3 países iberoamericanos México, España y Argentina, sumando los tres mayores inversores individuales un 32.3% en México y un 22.2 en Argentina. Sin embargo, no hay ningún país iberoamericano entre los 10 con participaciones accionariales mayores de inversores institucionales (Cuadro 3). Y es que, si bien a nivel mundial los inversores institucionales poseen en torno a un 43% de la capitalización total del mercado, la presencia de inversores institucionales en Latinoamérica es menor que en otros mercados. Según los datos de la OCDE (2023), los inversores institucionales poseen un 27% de las empresas cotizadas en Brasil, un 19% en México, un 15% en Colombia y un 13% en Chile. Es necesario además señalar, como también se observa en el Cuadro 3, que existen diferencias entre los países de la región, tanto en lo relativo a la concentración de propiedad, como en lo que respecta a los grandes accionistas. Como también se observa en el Cuadro 4, según datos de la OCDE (2023), a finales de 2021, los 3 mayores accionistas suponen, por ejemplo, un 57% en México, y Brasil, y un 15% más, un 73% de media, en Argentina, Chile, Colombia o Perú.

Cuadro 4: Concentración de la propiedad en Latinoamérica y otros países a finales de 2021

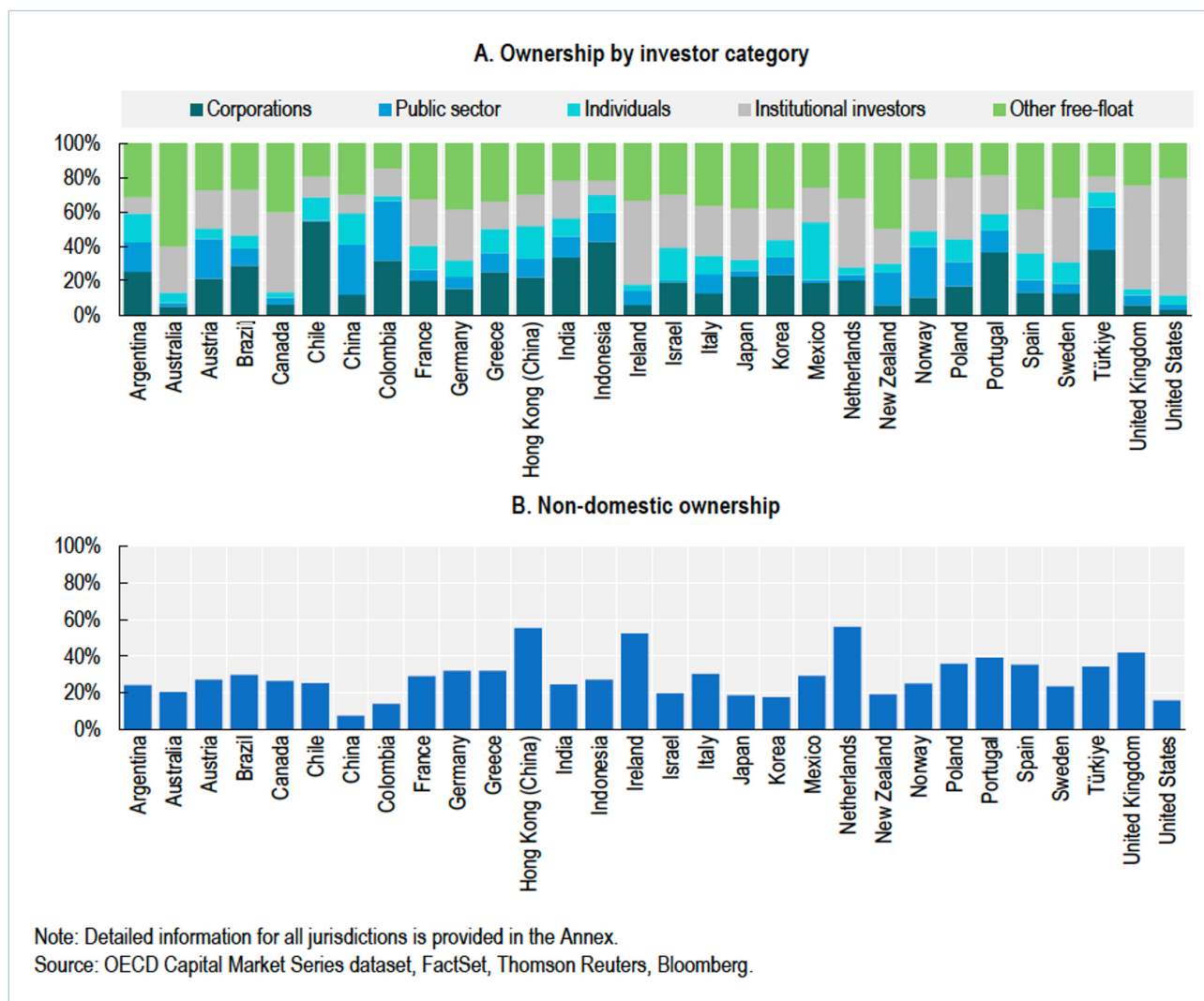
	Mayor accionista (%)	Mayores 3 accionistas (%)	Mayores 5 accionistas (%)	Mayores 20 accionistas (%)	Mayores 50 accionistas (%)
Argentina	59.1	68.4	69.4	70.3	70.5
Brasil	41	57.5	63	72.7	75.1
Chile	55.5	70.3	76.4	84.2	84.8
Colombia	57.9	71.3	77	85.7	86.4
México	44.8	55.9	59.9	65.2	66.4
Perú	70.7	80.6	84.1	86.3	86.3
China	35.8	49.4	54.2	61	61.6
India	37.8	54.5	61.6	73.4	74.8
Japón	24.5	38	44.7	59	61.1
Francia	40.6	53.9	58.9	67.2	69.7
España	35.5	48.4	54.6	64.5	66.9
Reino Unido	19.7	36.3	45.4	64.6	69.6
EEUU	19.1	34.1	42.3	62	70.2

Fuente: OCDE (2023)

Con relación a la identidad de los grandes accionistas, cabe decir lo mismo. Por ejemplo, en Argentina, los principales propietarios son corporaciones seguidas del sector público e individuos, familias e inversores institucionales; en Brasil los accionistas principales son corporaciones e inversores institucionales.; en Chile, corporaciones y familias; en Colombia empresas y el sector público; mientras que en países como México hay que destacar presencia de inversores individuales (ver Cuadro 5). Según datos de la OCDE (2023), por ejemplo, en Colombia el sector público posee casi un 40% de las empresas cotizadas mientras que en México los inversores individuales poseen un 34% de las mismas.

Y en cuanto a la propiedad pública de las empresas cotizadas, propiedad que está aumentando a nivel mundial, por capitalización bursátil, mención especial cabe hacer de Brasil, país en el que las empresas cotizadas con propiedad estatal constituyen un 15% de la capitalización bursátil con una participación estatal promedio del 63% (Medina et al., 2022).

Otro aspecto a destacar relativo a la estructura de propiedad de las empresas latinoamericanas es, como ya hemos mencionado, la presencia de grupos de empresas como propietarios (Medina et al., 2022). Estos grupos pueden favorecer en las economías las inversiones de otros países a través de empresas multinacionales, presentan menor necesidad de financiación externa, disminuyen las asimetrías informativas, los costes de transacción y poseen una menor dependencia de los instrumentos para hacer cumplir los contratos (OCDE, 2020). Pero también se enfrentan a problemas de agencia importantes como accionistas controladores (como, búsqueda de beneficios privados en detrimento de otros accionistas, o transacciones con terceras partes relacionadas). Y, cuanto más complejas son las estructuras del grupo, mayor es el riesgo de este tipo de operaciones. Entre los países latinoamericanos, Brasil destaca por la presencia de grupos empresariales como accionistas (Medina et al., 2022).

Cuadro 5. Propiedad de las empresas cotizadas a nivel internacional por categoría de propietario

Fuente: Medina et al. (2022)

Mencionar también las participaciones cruzadas entre empresas cotizadas. En muchos mercados se utilizan para crear estructuras de voto que permitan controlar las decisiones estratégicas que se adoptan en las compañías, reduciendo el papel de los accionistas minoritarios y protegiéndose de las OPAS hostiles. Estas estructuras cruzadas son típicas, por ejemplo, de Colombia; suponen un 3,5% de porcentaje del total capitalización del mercado². Así, en el ranking de países con estas estructuras a nivel internacional, Colombia ocupa el tercer lugar, tras Japón (con un 6.3%) y Hungría (con un 5.1%). En Chile, suponen un 0.6% (Medina et al., 2022).

2. Sobre las características de los Consejos de Administración en Latinoamérica

El gobierno corporativo en Latinoamérica no es igual al de economías de los mercados desarrollados, tampoco en relación con el diseño de los consejos de administración. Estudios previos muestran como las buenas prácticas de gobierno corporativo, por ejemplo, referidas al consejo de administración, son bastante discrecionales, lo que produce una elevada variedad de diseños de los

² Hay que destacar que algunos protocolos de auto regulación de esta situación se han establecido en Colombia en su código de Gobierno. Colombia también incluye un conjunto de recomendaciones especiales para las empresas de los grupos con relación a su estructura, auditoría y controles y sobre la divulgación de información (Superintendencia Financiera, 2014).

consejos de administración de las empresas latinoamericanas (Federo & Coutinho, 2023). Además, las empresas, en función también de la presión institucional, se ajustan a las recomendaciones de gobierno corporativa de manera muy heterogénea.

Trabajos previos sobre el GC en Latinoamérica indican así que los consejos son de pequeño tamaño, y con no elevada capacidad controladora hacia los altos ejecutivos pues existen grandes accionistas que controlan las decisiones empresariales y, por ende, el consejo (Chong y López de Silanes, 2007; OCDE, 2020). Entre los rasgos más diferentes de los consejos de administración en comparación con los de economías desarrolladas se cuentan el tamaño del consejo, la frecuencia de reuniones, la composición, y el poder del CEO, características todas ellas que influyen en la capacidad de control de las actuaciones directivas del consejo (Federo & Coutinho, 2023). Los consejos son de menor tamaño que en las economías desarrolladas, y, normalmente, el peso de los consejeros vinculados a los accionistas de control es mayor, lo que redundaría en una menor independencia y diversidad de los consejos. El exceso de poder del CEO, frecuentemente por estar relacionados con los accionistas de referencia (Céspedes et al., 2010), y la aplicación de normas de deferencia, pueden llevar a cohibir que los consejeros expresen sus opiniones. Asimismo, la presencia de grandes propietarios en el consejo puede influir en la práctica de una tendencia hacia una mayor discreción en el gobierno corporativo tratando de no divulgar información sensible con terceras partes (Federo y Coutinho, 2023).

El estudio de Chong y López de Silanes (2007) sobre Prácticas de GC indica que existen dos patrones en todos los países analizados (Argentina, Brasil, Chile, Colombia, México, y Venezuela), que la puntuación promedio de las empresas para el índice de GC que construyen de la mayoría de los países es baja y que existe además una amplia variación en las prácticas de GC las empresas dentro de cada país. En cuanto a transparencia informativa, hay tres países del Cono Sur que muestran mejores puntuaciones (Argentina, Brasil y Chile), mientras, en general, Colombia y Venezuela muestran puntuaciones bajas, apreciándose mejoras en México.

Además, como destaca el informe de la OECD (2023), en Chile, Colombia, Costa Rica, México y Perú existe una primacía de los intereses de los accionistas, no así en otros mercados como Brasil donde son muy importantes también los intereses de los *stakeholders* o grupos de interés. Pero, siguiendo este informe, sólo Brasil reconocería la primacía de los intereses de los *stakeholders*, estando el resto de los países bastante centrados en la satisfacción de los intereses de los accionistas. La disparidad también se presenta en lo relativo a la sostenibilidad. Así, según datos de la OCDE (2023), mientras un 44% de las empresas latinoamericanas a nivel global poseen comisiones del consejo relacionadas con la sostenibilidad, este porcentaje es tan sólo el 13% en Argentina, Chile y Perú, y es del 48% de media en Brasil y México, o en torno a un 76% en Colombia.

Mención aparte merecen los códigos de buen gobierno. Estos tienen diferentes objetivos en cada país, como relatan Santos et al. (2020), entre estos se cuentan: proteger al inversor, proporcionar información, alinear las prácticas de las empresas con los estándares de GC, ayudar a la creación de valor, transparencia, mejorar el acceso a la financiación, mejorar el rendimiento del consejo de administración, o la relación con los accionistas, o con los *stakeholders*. Una relación de los códigos de buen gobierno en Latinoamérica puede obtenerse del *European Corporate Governance Institute* – ECGI- (ver cuadro 6). El estudio de Domínguez et al., (2015) muestra también un mapa sobre códigos de gobierno en Latinoamérica. Distinguen dos grupos de países: aquellos con un mercado de capitales más desarrollado, que cuentan con códigos de recomendaciones propios y, en la mayoría de los casos, con códigos que son de cumplimiento obligatorio para las sociedades cotizadas; y aquellos países en los cuales el mercado de capitales local juega un papel menos determinante en la economía nacional.

Cuadro 6: Relación de códigos de buen gobierno en países latinoamericanos³

País	Promotor	Link
Argentina	Comisión Nacional de Valores de Argentina	https://ecgi.global/node/8198
Brasil	Comissão do Valores Mobiliários de Brasil	https://ecgi.global/node/6903
Colombia	Superintendencia Financiera de Colombia	https://ecgi.global/code/codigo-pais-2014
Costa Rica	Conassif	https://ecgi.global/code/conassif-corporate-governance-regulation
Ecuador	Superintendencia de Compañías y Valores de Ecuador	https://www.revistalideres.ec/lideres/companias-normas-buen-gobierno-corporativo.html
Guatemala	Registro del Mercado de Valores y Mercancías de Guatemala	N.d.
Honduras	Comisión Nacional de Bancos y Seguros de Honduras	https://www.cnbs.gob.hn/files/Proyectos_normativa/Propuesta%20modific%20Reglamento%20Gobierno%20Corporativo_-_%20a%20socializar%20web.pdf
México	Consejo Coordinador Empresarial	https://ecgi.global/code/código-de-principios-y-mejores-prácticas-de-gobierno-corporativo-2018
Nicaragua	Superintendencia de Bancos y otras instituciones financieras	https://www.superintendencia.gob.ni/documentos/norma-sobre-gobierno-corporativo-de-los-emisores-de-valores-de-oferta-pública
Panamá	Superintendencia del Mercado de Valores de Panamá	https://supervalores.gob.pa/wp-content/uploads/2021/03/Codigo_de_Gobierno_Corporativo_de_CR.pdf
Perú	Superintendencia del Mercado de Valores	https://ecgi.global/code/código-de-buen-gobierno-corporativo-para-las-sociedades-peruanas
Salvador	Superintendencia del Sistema Financiero de El Salvador	https://ssf.gob.sv/wp-content/uploads/ssf2018/Normativa_General/NRP-17.pdf

Fuente: ECGI/Domínguez et al. (2015)

El estudio de Santos et al. (2020) compara los códigos de gobierno latinoamericanos de Brasil, México, Argentina, Colombia, Chile y Perú, (ver Cuadro 8) analizando cómo estos siguen las prácticas de gobierno corporativo recomendadas por la UNCTAD (2006). Del análisis se desprende que los códigos que más convergen con la guía son los de Brasil, Colombia y Argentina; el de Perú converge parcialmente y los que tienen una menor convergencia son los de Chile y México.

³ Añadir a éstos los Lineamientos de Gobierno Corporativo para Sociedades Comerciales Bolivianas, aprobado por la Autoridad de Fiscalización y Control Social de Empresas (AEMP) el 30 de diciembre de 2011 y la Norma de Carácter General N° 341 de 29 de noviembre de 2012, emitida por la Superintendencia de Valores y Seguros que establece las Normas para la difusión e información respecto de los estándares de Gobierno Corporativo adoptados por las sociedades anónimas abiertas (NCG N 341).

Cuadro 7: Códigos analizados en el trabajo de Santos et al., (2020)

País	Año	Código
Argentina	2003	Código de mejores prácticas de gobierno de las organizaciones para la República Argentina
Brasil	2015	Código das melhores práticas de governanca corporativa- 5 th edición
	2018	Código brasileiro de governanca corporativa -companhias abertas
Colombia	2004	Código Marco de Buen Gobierno para la Pequeña y Mediana Empresa
	2006	Código colombiano de buenas prácticas
	2009	Guía colombiana de gobierno corporativo para sociedades cerradas y empresas familiares
Chile	2017	Principios de gobierno corporativo
	2017	Código sistema de empresas SEP
México	2018	Código de principios y mejores prácticas de gobierno corporativo
Perú	2013	Código de buen gobierno para las sociedades peruanas

Fuente: Santos et al. (2020)

3. Los principios transnacionales y los códigos de buen gobierno en Latinoamérica

Los principios de Buen Gobierno también están influidos por diversas iniciativas de carácter transnacional. Se trata de códigos publicados por instituciones transnacionales como la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económico, International Corporate Governance Network (ICGN), Commonwealth, ONU Comercio y Desarrollo (UNCTAD), etc. Su alcance se dirige frecuentemente a sociedades cotizadas si bien, cada vez más se dirigen a empresas financieras o no cotizadas de gran tamaño.

Los principios de la OCDE buscan orientar a los responsables en la formulación de políticas para evaluar, y mejorar el marco legal, reglamentario e institucional del GC. Son principios de alcance mundial y no son vinculantes. Están dirigidos a empresas cotizadas, financieras y no financieras. Con fecha 11 de septiembre de 2023, el Comité de Gobierno Corporativo de la OCDE publicó una Revisión de los Principios de Gobierno Corporativo respaldada por los líderes del G20 (OCDE, 2024). Los principios se dividen en seis capítulos, I) consolidación para un marco eficaz del GC, II) derechos y trato entre los accionistas, III) inversores institucionales, mercados de valores y otros intermediarios, IV) divulgación de información y transparencia, V) responsabilidades del consejo de administración y VI) sostenibilidad y resiliencia.

La historia del Gobierno Corporativo latinoamericano está estrechamente relacionada con las actividades realizadas por la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos (Oliveira et al., 2015), actividades realizadas a través de Mesas Redondas sobre Gobierno Corporativo Regional (*Regional Corporate Governance Roundtables*) organizadas en colaboración con el Banco Mundial y la Corporación Financiera Internacional (IFC). Así, por ejemplo, a nivel transnacional, la OCDE (2020) ha publicado en los últimos años informes sobre Latinoamérica, y ha analizado los puntos en común y las diferencias, obstáculos y experiencias de países como Argentina, Brasil, Chile, Colombia, México y Perú. La creación del Círculo de Empresas (*Latin American Companies Circle*), apoyado por la OCDE e IFC, o los Institutos de Gobierno Corporativo que “se han ido perfeccionando a tal nivel que se han convertido en agentes certificadores de las empresas cotizadas”, o las redes para intercambiar experiencias y conocimientos (Red de Institutos de Gobierno Corpora-

tivo de Latinoamérica, IGLA), han contribuido significativamente a que se hayan producido avances, pero queda aún mucho camino por recorrer.

4. Información no financiera y sostenibilidad en Latinoamérica

En la Unión Europea, el 28 de noviembre de 2022 se aprobó la Directiva de Informes sobre Sostenibilidad Corporativa (CSRD en inglés) que modificará la Directiva 2014/95/UE sobre divulgación de Información No Financiera (NFRD) existente. Entró en vigor el 5 de enero de 2023. La Directiva de Informes sobre Sostenibilidad Corporativa de la UE tiene como objetivo modernizar y reforzar las normas de información sobre sostenibilidad que las empresas deben divulgar garantizando que los inversores y partes interesadas tengan acceso a información adecuada para evaluar el impacto de las empresas en las personas y el medio ambiente, y los riesgos y oportunidades financieros relacionados con el cambio climático y otras cuestiones relacionadas con la sostenibilidad. Pretende, por tanto, aumentar la transparencia informativa con todos *los stakeholders* y mejorar el reporte sobre sostenibilidad.

Referido a la sostenibilidad, a nivel Latinoamericano, hay informes que analizan las prácticas de GC y políticas de sostenibilidad de las empresas, tanto a nivel regional, como en el caso concreto de un país, Brasil (OCDE, 2023). En el marco regulatorio de la transparencia e información en sostenibilidad existen también diferencias importantes entre países (Cuadro 8).

Cuadro 8: Marcos regulatorios sobre transparencia en sostenibilidad en Latinoamérica

Jurisdicción	Divulgación en materia de sostenibilidad	Materias de sostenibilidad cubiertas	Divulgación de métricas cuando la empresa establece objetivos relacionados con la sostenibilidad
Argentina	C	Un gran número de materias	-
Brasil	C	Un gran número con el foco en clima	-
Chile	B	Un gran número de materias	B
China	R	Un gran número de materias	-
Colombia	B	Un gran número con el foco en clima	B
Costa Rica	R	Un gran número de materias	R
Unión Europea	B	Un gran número de materias	B
India	R	Un gran número de materias	-
Japón	B*	Un gran número de materias	B*
México	B	Algunas materias de sostenibilidad	B
Perú	C	Un gran número con el foco en GHG, agua, energía y residuos sólidos	B
Reino Unido	C	Materias relacionadas con el clima	R
EEUU	B*	Materias relacionadas con el clima	B*

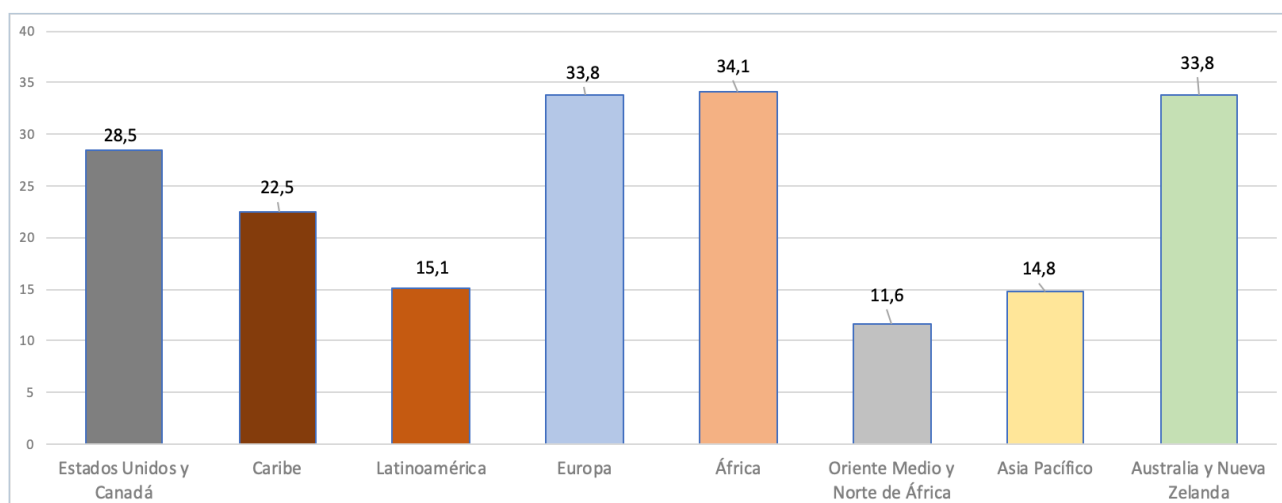
Fuente: OECD (2023)

5. La diversidad de género en los consejos de administración en Latinoamérica

Un aspecto relevante a considerar sobre los consejos de administración es la diversidad. A este respecto, los principios G20/OCDE especifican que la habilidad del consejo para asegurar una guía estratégica de la empresa depende en parte de su composición, que deberá incluir consejeros con una mezcla adecuada de “background” y competencias. Dentro de la diversidad se incluye la diversidad de género, un aspecto considerado en normativas (códigos y cuotas).

El último informe sobre la presencia de mujeres a nivel internacional de Deloitte (2024) muestra que las mujeres ocupan solo el 23.3% de los asientos en los consejos de administración a nivel mundial, lo que refleja un aumento de 3.6 puntos porcentuales desde 2022. Al ritmo actual, la paridad de género en los consejos de administración no se lograría antes de 2038. Existen además grandes diferencias por áreas geográficas y economías. Mientras, por ejemplo, en África, Australia y Nueva Zelanda o Europa el porcentaje es superior al 33%, en Oriente Medio y Norte de África es tan sólo de un 11,6%. El porcentaje de mujeres consejeras es también reducido en Latinoamérica, ocupando las mujeres tan sólo un 15,1% de los asientos de los consejos (ver Cuadro 9). De hecho, algunos países latinoamericanos figuran entre los países -de los considerados en el estudio- con menor proporción de mujeres consejeras: Argentina (con un 7,5%), México (con un 12,3%) o Brasil (con un 15,9%).

Cuadro 9: Porcentaje de mujeres en consejos de administración en 2023

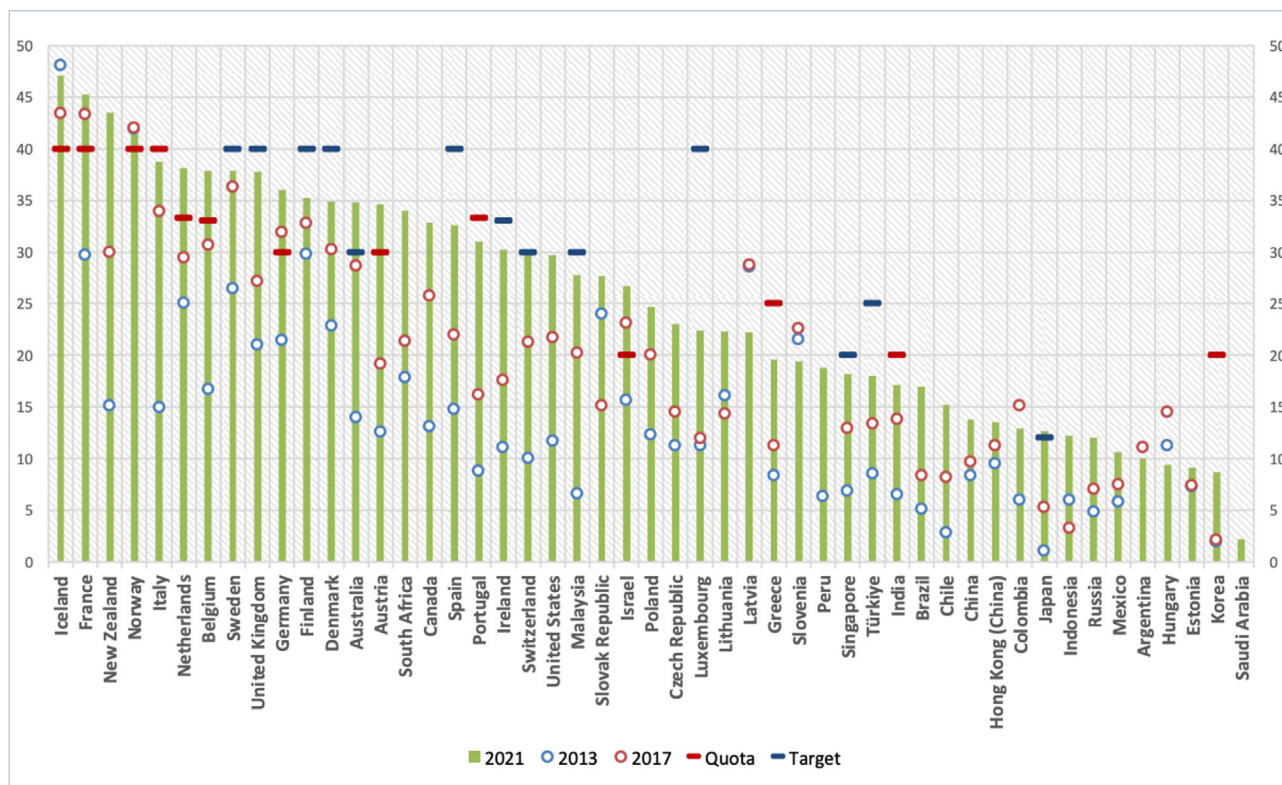


Fuente: Elaboración propia a partir de Deloitte (2024)

El estudio de Dennis (2022) sugiere similares conclusiones. (ver Cuadro 10). Nuevamente se observa que el porcentaje de mujeres consejeras es sensiblemente inferior a la media mundial en países latinoamericanos, en países como México o Argentina; y también en Colombia, Chile, Brasil o Perú.

El informe Deloitte (2024) también señala que tan sólo el 8,4% de las presidencias de los consejos y el 6% de los CEO a nivel mundial son mujeres. Estas reducidas proporciones de mujeres en puestos directivos del consejo y ejecutivos y su lenta evolución, sugieren que la paridad en las presidencias de juntas podría alcanzarse en 2073, mientras que la paridad en puestos de CEO no se espera antes de 2111, casi 90 años a partir de ahora. Nuevamente, las proporciones de mujeres presidentas de consejo y CEO son inferiores en el caso de Latinoamérica, con tan sólo 5,3% de las presidencias de consejos de administración ocupadas por mujeres, y tan sólo un 2,9% de los CEOs.

Cuadro 10: Evolución de la participación de mujeres en consejos de administración de sociedades cotizadas

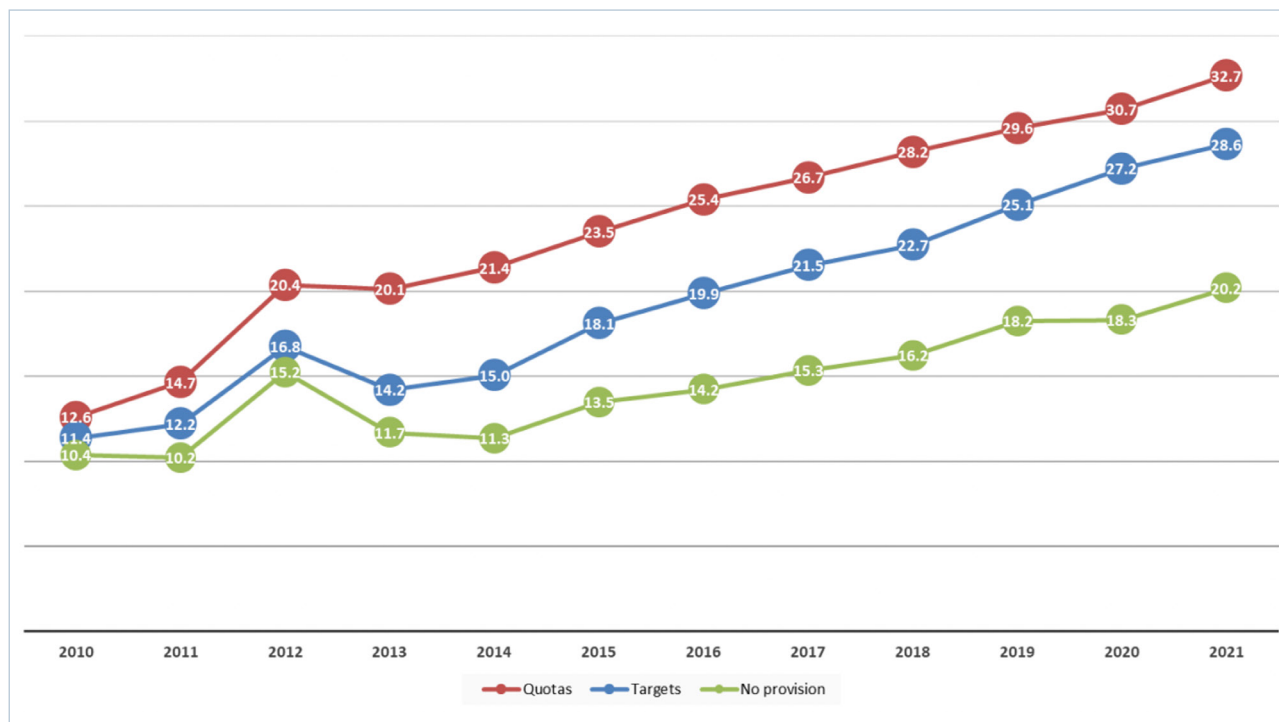


Fuente: Denis (2022:8)

Para promover la diversidad de género, los países han puesto en marcha diversas iniciativas que persiguen que aumente la representación femenina en los consejos de administración y puestos directivos, fortalecer el talento femenino y también ampliar el grupo de posibles candidatas cualificadas. Entre estas estrategias se cuentan requisitos de divulgación de información y las cuotas (con y sin sanción). Por ejemplo, un número creciente de jurisdicciones exige o recomienda que las empresas cotizadas divulguen la composición de género de los consejos de administración y de la alta dirección. A finales de 2020, para un estudio de la OCDE (2021), un 60% de los países (49 en el estudio) tenían disposiciones de este tipo para los consejos. Sin embargo, nuevamente, la divulgación de la composición de la alta dirección era mucho menos común y solo el 28% de los países requerían o recomendaban este tipo de divulgación en 2020.

Distintos países han establecido cuotas, muchos de ellos con sanciones en caso de incumplimiento; otros países han establecido metas en sus códigos, normas de cotización etc.; (ver cuadro 11), habiéndose producido los mayores cambios en la presencia de las mujeres en los consejos, en aquellos países que han establecido alguna política (ver cuadro 11). Al mismo tiempo, la evidencia sugiere que las políticas activas pueden no ser suficiente pues en algunos casos estas iniciativas, al menos inicialmente llevaron a un efecto “golden skirts” con un reducido grupo de mujeres sentadas en múltiples consejos, o un incremento de los nombramientos de consejeras familiares. Además, no parece que exista una relación significativa entre la presencia de mujeres en los consejos y en puestos de gestión. Esta evidencia ha puesto el foco en la necesidad de desarrollar iniciativas complementarias, por ejemplo, relacionadas con la transparencia, dentro del marco de la transparencia ASG. También se están planteando medidas complementarias para apoyar la participación de la mujer en el ámbito laboral y el desarrollo del talento femenino (Denis, 2022).

Cuadro 11: Evolución de la participación de mujeres en consejos de administración de sociedades cotizadas en función de la política adoptada



Fuente: Denis (2022:9)

En Latinoamérica ha habido iniciativas legislativas que han tratado de establecer cuotas de género en los consejos de administración (en Chile o en Perú). En algunos países como Chile y Colombia existen cuotas de género para determinadas empresas en las que el máximo accionista es el Estado (Chile y Colombia), pero no existen regulaciones de cuotas de género en los consejos de administración de las empresas cotizadas (Martínez, 2023).

No podemos terminar de referirnos a la diversidad en los consejos sin contemplar que la diversidad en los consejos va más allá de la diversidad de género. Normativas e iniciativas recientes en algunos países de otros entornos institucionales así lo hacen. Así, por ejemplo, la normativa de diversidad de NASDAQ establece que las empresas que coticen en este mercado deberán tener al menos dos miembros diversos en sus consejos, o sino explicar públicamente por qué no cumplen con este requisito. El requisito establece que las empresas con más de cinco miembros en sus consejos tengan al menos dos integrantes que pertenezcan a un grupo subrepresentado, incluyendo al menos una mujer y una persona que se identifique como negra, hispana, asiática, nativa americana, nativa de Alaska, nativa hawaiana, isleña del Pacífico, birracial o LGBTQ+. La normativa del NASDAQ ha generado debate, y ha recibido críticas y apoyos, es considerada como un paso significativo hacia la inclusión y la equidad en los niveles de liderazgo corporativo. En el Reino Unido, el Informe Parker se centra en la diversidad étnica estableciendo como objetivo principal garantizar al menos un miembro de origen étnico diverso en cada consejo de las empresas del FTSE 100 para 2021 y del FTSE 250 para 2024. En 2023, la mayoría de las empresas del FTSE 100 ya cumplían este objetivo, aunque aún queda trabajo por hacer en las empresas del FTSE 250 (Parker Review Committee, 2024).

III. Conclusiones

Una vez revisados algunos rasgos particulares del gobierno corporativo en los países latinoamericanos, nos referimos a algunas conclusiones.

Latinoamérica aglutina una variedad de economías con características diferentes a nivel institucional, economías que evidencian un diferente grado de desarrollo de los mercados financieros, en general, no elevados niveles de protección a los accionistas minoritarios, y diferentes niveles de concentración de la propiedad. La identidad más predominante de accionista difiere por países, destacando el importante papel de los accionistas controladores, de los grupos de empresas y de la propiedad familiar y de la propiedad estatal en algunos países. Ello hace que, en general, exista una mayor preferencia a la financiación a través de deuda frente a acciones y que las empresas se vean controladas por sus propietarios mayoritarios en detrimento de los minoritarios, lo que se ve reforzado por la composición y estructura de los consejos de administración. Destaca también la existencia de grupos de empresas. A nivel del consejo se evidencia un menor tamaño, y un control del mismo por los accionistas controladores (consejeros de tipo dominical) lo que reduce su potencial controlador. En relación con la diversidad de género y el papel o tratamiento de la sostenibilidad, también hay diferencias importantes entre países y economías. En lo que se refiere a diversidad de género en los consejos de administración, la región se sitúa entre las zonas económicas con menor diversidad de género en los consejos de administración.

Estas características lo que evidencian es que, si bien se han hecho avances, queda camino pendiente por recorrer. No hay dos economías iguales y que no es fácil la comparación, pero, en general, los consejos de administración deben ganar en independencia y mejorar su funcionamiento, permitiendo la mejora de la toma de decisiones y ejercer su papel controlador. En este sentido, el papel de los consejeros independientes en la defensa y protección de los accionistas minoritarios es crucial para equilibrar el peso que poseen los dominicales legítimamente por su propiedad. Se necesitan también avances en la diversidad de género en los consejos. Por otra parte, el uso de comisiones especializadas, puede mejorar el funcionamiento del consejo, su especialización en funciones y sobre todo, puede permitir al consejo estar gobernado de una forma más independiente, dado que las mismas deben estar presididas por consejeros independientes. Como señala el reciente informe de la OCDE también es necesario en Latinoamérica, mejorar la transparencia e información en torno a materias de sostenibilidad, o la adopción de estándares de reporte de sostenibilidad (por ejemplo, en países como Argentina, Brasil, Chile, Costa Rica, México y Perú).

Estos avances en materias de gobierno corporativo deberían hacerse en conexión con los organismos internacionales. Y todo ello porque las mejoras en GC, fomentan la transparencia e independencia en la toma de decisiones, lo que permitirá atraer más capital extranjero y un mayor desarrollo de los mercados, y harán a las empresas de la región más competitivas.

Bibliografía

- Aguilera, R. & Jackson, G. (2010). Comparative and International Corporate Governance. *The Academy of Management Annals*, 4, 1, 2010, 485–556
- Aguilera, R. (2009): A comparative analysis of corporate governance systems in Latin America: Argentina, Brazil, Chile, Colombia and Venezuela, in McGee, R. (Ed.). (2009). *Corporate governance in developing countries. Country studies of Africa, Asia and Latin America*. New York: Springer. https://doi.org/10.1007/978-0-387-84833-4_17

- Céspedes, J., González, M., & Molina, C. A. (2010). Ownership and capital structure in Latin America. *Journal of Business Research*, 63 (3), 248–254.
- Chong, A. & Lopez-de-Silanes, F. (2007). *Corporate Governance in Latin America*. IDB Working Paper 494. Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=1820067> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.1820067>
- De La Cruz, A., A. Medina & Y. Tang (2019). *Owners of the World's Listed Companies*, OECD Capital Market Series, Paris, [http://www.oecd.org/corporate/Owners-of-the-Worlds- Listed-Companies.htm](http://www.oecd.org/corporate/Owners-of-the-Worlds-Listed-Companies.htm) .
- Deloitte Insights (2024). *Women in the boardroom, eight edition*. Extraído de: <https://www2.deloitte.com/us/en/insights/topics/leadership/women-in-the-boardroom.html>
- Denis, E. (2022). *Enhancing gender diversity on boards and in senior management of listed companies*. OECD Corporate Governance Working Papers, No. 28, OECD Publishing, Paris, <https://doi.org/10.1787/4f7ca695-en>.
- Domínguez, A. P.; Rodríguez, S. & Vives, F. (2015). *Recomendaciones de Buen Gobierno versus Regulación en Iberoamérica*, en Fundación Instituto Iberoamericano de Mercados de Valores (IIMV) (2015). *El gobierno corporativo en Latinoamérica*. Extraído de: https://www.iimv.org/wp-content/uploads/2015/04/gobierno-corporativo_web.pdf
- Federo, R. & Coutinho Parente, T. (2023). Understanding board designs in Latin American firms: Insights from Brazil. *Journal of Business Research* 166, 114102
- Fundación Instituto Iberoamericano de Mercados de Valores (IIMV) (2015). *El gobierno corporativo en Latinoamérica*. Extraído de: https://www.iimv.org/wp-content/uploads/2015/04/gobierno-corporativo_web.pdf
- IFC (2010). *Guía Práctica de Gobierno Corporativo Experiencias del Círculo de Empresas de la Mesa Redonda Latinoamericana*. Extraído de: <https://www.ifc.org/content/dam/ifc/doc/mgrt/spanish-cg-guide-chapter00.pdf>
- Fondo Monetario Internacional (2024). *World Economic Outlook— Steady but Slow: Resilience amid Divergence*. Washington, DC.
- JPMorgan Chase & Co. (2023). *2023 Annual Report*. <https://www.jpmorganchase.com/ir/annual-report/2023>
- La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., & Shleifer, A. (1999). Corporate ownership around the world. *Journal of Finance*, 54, 471–517.
- Martínez-García, I. & Gómez-Ansón, S. (2023). Women on Corporate Boards in Europe: milestones and challenges. In D.M. Mueller (Ed) *Gender Diversity: Past, Present and Future Perspectives*, (1-38) Nova Science Publishers Retrieved from: <https://hdl.handle.net/10651/71236>.
- Medina, A.; De la Cruz, A. & Tang, Y. (2022). *Corporate ownership and concentration*. OECD Corporate Governance Working Papers, 27. <https://dx.doi.org/10.1787/bc3adca3>
- OECD (2024), *Principios de Gobierno Corporativo de la OCDE y del G20 2023*, OECD Publishing, Paris, <https://doi.org/10.1787/fb38c737-es> .

- OECD (2023). *Sustainability Policies and Practices for Corporate Governance in Latin America*, Corporate Governance, OECD Publishing, Paris, <https://doi.org/10.1787/76df2285-en>.
- OECD (2020), *Duties and Responsibilities of Boards in Company Groups*, Corporate Governance, OECD Publishing, Paris, <https://doi.org/10.1787/859ec8fe-en>.
- Oliveira, M.C.; Rivero, C.; Nabil, M. (2015). *15 años de Gobierno Corporativo en Iberoamérica. líneas generales de su nacimiento y evolución*. En, IIMV. El gobierno corporativo en Latinoamérica. Extraído de: https://www.iimv.org/wp-content/uploads/2015/04/gobierno-corporativo_web.pdf
- Parker Review Committee (2024). *Improving the ethnic diversity of UK business*. Extraído de: <https://parkerreview.co.uk/wp-content/uploads/2024/03/The-Parker-Review-March-2024.pdf>
- Santos, A. A., Crispim, S. F., Oliva, E. C., & Dornelles, M. (2020). Codes of corporate governance of Latin American countries: Analysis of UN practices. *Revista de Administração Mackenzie*, 21(6), 1–28. doi:10.1590/1678-6971/eRAMD200061
- Shleifer, A. & Vishny, R.W. (1997). A survey of Corporate Governance. *Journal of Finance*, LII, 2, 737-782.
- Superintendencia Financiera (2014), *Code of Corporate Best Practices - Código País*, Instituto Colombiano de Gobierno Corporativo, <https://www.icgc.com.co/wp-content/uploads/2018/01/Co%CC%81digo-Pai%CC%81s-2014.pdf>
- United Nations Conference on Trade and Development (UNCTAD) (2006). *Guidance on good practices in corporate governance disclosure*. New York, Geneva: Unctad. Retrieved from https://unctad.org/en/docs/iteteb20063_en.pdf?user=46