

TAREA PENDIENTE: LA MEJORA DEL GOBIERNO CORPORATIVO DE LAS EMPRESAS VENEZOLANAS

Carlos Jaramillo y Norma Ortiz

Un análisis sobre el estado del gobierno corporativo en 41 empresas venezolanas de diferentes sectores industriales mostró que es necesario incrementar la presencia de directores externos en las juntas directivas e introducir una clara diferenciación de funciones entre la asamblea de accionistas, la junta directiva y la alta gerencia, para evitar vacíos de control y solapamiento de funciones que pudieran afectar el buen desempeño de las empresas.

ANTE LA EXPECTATIVA de que las empresas venezolanas acudan a los mercados financieros para apuntalar el crecimiento y desarrollo del país, el IESA, con el patrocinio del grupo de empresas Econoinvest, decidió abrir una línea de trabajo para estudiantes de las distintas maestrías con el propósito de entender cuáles asuntos internos deberían resolver esas empresas, como paso previo a cualquier iniciativa de apertura de capital. En una primera fase se identificaron los siguientes temas de relevancia para el desarrollo de una cultura financiera: la promulgación de un régimen impositivo favorable a la apertura del capital de las empresas, la necesidad de cumplir estándares contables internacionales y la implantación y el cumplimiento de las mejores prácticas de gobierno corporativo. La segunda fase se dedica a la evaluación de los retos y oportunidades asociados con la adopción de prácticas de gobierno corporativo recomendadas por entidades tan diversas como la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos (OCDE), el Banco Mundial y CAF-Banco de Desarrollo de América Latina.

¿Qué es el gobierno corporativo?

CAF (2013: 5) define formalmente el gobierno corporativo de una empresa como «el conjunto de prácticas, expresadas formalmente o no, que gobiernan las relaciones entre los participantes de una empresa, principalmente entre los que administran (la gerencia) y los que invierten recursos en la misma (los dueños y los que prestan dinero en general)». Sheridan y Kendall (1994) llegaron a la conclusión de que una definición de gobierno corporativo debería tener cinco aspectos fundamentales: el objetivo estratégico de los propietarios a largo plazo, los intereses de los empleados, las necesidades del entorno, las relaciones con los clientes y proveedores, y los requisitos legales y las normativas pertinentes.

Lo que hoy se conoce como gobierno corporativo tuvo su génesis en la Ley de Sociedades de Inversión (Investment Company Act) aprobada por el Congreso de Estados Unidos en 1940, con el propósito de regular la actuación de fondos mutuales abiertos y cerrados, fondos de cobertura, fideicomisos de inversión y otras figuras legales que administraban carteras de títulos valores de oferta pública. Esa ley asignaba a la Comisión de Bolsa y Valores (SEC, por sus siglas en inglés) la responsabilidad de velar para que las empresas sujetas a ella cumplieren

Carlos Jaramillo, profesor del IESA, y
Norma Ortiz, profesora de la Universidad de los Andes (Bogotá).

los siguientes requisitos: información sobre el régimen de comisiones aplicadas, emisión y publicación oportuna de estados financieros y cumplimiento de responsabilidades fiduciarias.

En 1977 comienza el movimiento internacional para mejorar la calidad del gobierno corporativo en todo tipo de empresas, cuando se publica la Ley de Prácticas Corruptas en el Extranjero (Foreign Corrupt Practices Act, FCPA) en Estados Unidos, para promover la transparencia de la información contable y crear un marco legal para sancionar actividades de soborno a funcionarios públicos de otros países. En los años siguientes apareció una serie de reportes que tenían como objeto evaluar el grado de difusión

Aunque las empresas no conocen formalmente las prácticas de gobierno corporativo, en mayor o menor grado las han ido desarrollado en su mejor entender de lo que debe hacer un negocio para ser eficientemente manejado

de la información producida por empresas que cotizaban o no en bolsa y proponían recomendaciones para promover la transparencia y la equidad de trato entre distintos tipos de accionistas. El informe Cadbury de 1992, en Reino Unido, fue el marco de iniciación para el concepto de gobierno corporativo y el modelo de referencia para mejorar el clima de inversión (González, 2000). En 2002, como respuesta a los escándalos financieros de empresas como Enron, Tyco International, WorldCom y Peregrine Systems, el Congreso de Estados Unidos promulgó la Ley Sarbanes-Oxley para fortalecer los sistemas de control interno de las empresas, ampliar el rango de responsabilidad de sus directores y proteger los intereses de sus inversionistas.

Las mejores prácticas de gobierno corporativo están en constante evolución. En la medida en que las empresas, los gobiernos, los organismos de supervisión, los colegios profesionales, las universidades y los gremios empresariales entienden que un buen gobierno corporativo crea valor para todos los grupos de intereses, se desarrollan iniciativas, mecanismos y procedimientos que las empresas incorporan a su quehacer cotidiano, para mejorar los grados de equidad y transparencia que en última instancia son las metas de un buen gobierno corporativo. En América Latina el gobierno corporativo ha ganado relevancia en los últimos quince años. Entidades multilaterales como la OCDE, el Banco Mundial, la Corporación Financiera Internacional y CAF han invertido importantes cantidades de dinero para entender cómo interactúan las empresas con los diferentes grupos de intereses que las componen y a partir de allí dictar lineamientos para promover un tejido empresarial más resiliente, facilitar la entrada de las empresas a los mercados de capitales y contribuir al desarrollo de la región.

El gobierno corporativo en Venezuela

En enero de 2016, el Centro de Finanzas del IESA con el apoyo del Fondo de Investigaciones del Grupo Econoinvest abrió un Seminario de Investigación para catorce estudiantes de las maestrías de administración y finanzas sobre el gobierno corporativo en Venezuela. El principal interés de los participantes era medir hasta qué punto las empresas venezolanas con potencial para emitir acciones de oferta pública cumplían los requisitos mínimos de gobierno corporativo exigidos en los principales mercados de valores latinoamericanos.

Para llevar a cabo la investigación fue necesario identificar los estándares mínimos de gobierno corporativo requeridos para empresas de oferta pública en América Latina y lo que podía entenderse por una empresa con potencial a salir a bolsa. No fue

sencillo definir un criterio para identificar empresas con potencial para salir a bolsa. Las múltiples tasas de cambio que existen en Venezuela no facilitan la medición de atributos para establecer el tamaño mínimo que debería alcanzar una compañía que aspirara a inscribir sus acciones en un mercado de oferta pública. Finalmente se escogió un volumen de ventas anuales superior a un millón de dólares, calculado a la tasa oficial (Bs. 600 por dólar) para el momento de la investigación.

Para identificar los estándares de gobierno corporativo se seleccionaron los siguientes documentos: «Principios de gobierno corporativo de la OCDE» (OCDE, 2004), «Lineamientos para un código andino de gobierno corporativo» (CAF, 2005), «Manual de gobierno corporativo para empresas de capital cerrado» (CAF, 2010), «Lineamientos para un código de gobierno corporativo latinoamericano» (CAF, 2013) e «Implementación de gobierno corporativo en sociedades cerradas» (Confecámaras, 2012). A partir de los estándares definidos en estos documentos se elaboró un cuestionario cerrado de 32 preguntas y 50 subpreguntas, referidas a las siguientes áreas: derecho y trato equitativo de los accionistas, asamblea general de accionistas, directorio, arquitectura y control, y transparencia e información financiera y no financiera.

- Derecho y trato equitativo de los accionistas. Comprende los derechos de los accionistas y los mecanismos para su ejercicio, lo que incluye: principio de paridad de trato, derecho a la no dilución de la participación en el capital de la sociedad, fomento de la participación e información de los accionistas, reglas para el cambio o toma de control por otro grupo y cláusulas compromisorias de sumisión al arbitraje.
- Asamblea general de accionistas. Presenta un conjunto de medidas que pretenden revitalizar el papel de la asamblea de accionistas como órgano de gobierno y de control efectivo de los administradores, para que los accionistas pasen de un estado de «apatía accionarial» a un estado de «activismo accionarial». Incluye las siguientes descripciones: funciones y competencias, reglamento de la asamblea general de accionistas y clases y convocatoria de asambleas generales de accionistas.
- Directorio. Se destaca su evolución de un órgano casi exclusivamente de control y supervisión de la alta gerencia, en ciertos ámbitos, a un órgano fundamental para delimitar la orientación estratégica de la empresa, además de las funciones que ya tenía. Una vez que el directorio define la orientación estratégica delega su ejecución en la alta gerencia, a la cual controla, y rinde cuentas a los accionistas. El objetivo final es constituir directorios con funciones claramente separadas de las de la alta gerencia.
- Arquitectura y control. Es el sistema que permite a la empresa disponer de la estructura, las políticas y los procedimientos necesarios para asegurar el logro de los objetivos empresariales.
- Transparencia y divulgación de la información financiera y no financiera. La transparencia es un principio que debe ser aplicado por sociedades de capital tanto abierto como cerrado, con el propósito de proporcionar a los accionistas y acreedores la mayor información posible para formarse sus juicios sobre el estado de la compañía y disminuir la posibilidad de que directivos y empleados de distintos niveles se aprovechen de información privilegiada u otros beneficios que de manera fraudulenta puedan extraer de la organización.

Los resultados obtenidos en cada una de las empresas que participaron en el estudio fueron ponderados, según el peso relati-

Composición sectorial de la muestra de empresas venezolanas incluidas en el estudio

Sectores	Porcentajes
Actividades de atención de la salud humana y de asistencia social	7,3
Actividades financieras y de seguros	17,1
Actividades profesionales, científicas y técnicas	4,9
Administración pública y defensa; planes de seguridad social de afiliación obligatoria	2,4
Agricultura, ganadería, silvicultura y pesca	2,4
Comercio al por mayor y al por menor; reparación de vehículos automotores y motocicletas	22,0
Construcción	9,8
Hoteles y restaurantes	2,4
Industrias manufactureras	17,1
Información y comunicaciones	2,4
Otras actividades de servicios	4,9
Suministro de electricidad, gas, vapor y aire acondicionado	2,4
Transporte y almacenamiento	4,9

vo asignado en el software «Evaluador de prácticas de gobierno corporativo» de CAF (2006), que asigna cuatro calificaciones: si el porcentaje obtenido es superior al 90% del valor máximo posible, la empresa cumple los lineamientos del código andino de gobierno corporativo de manera «óptima»; si se encuentra entre 50 y 90%, los cumple de manera «limitada»; si está entre 30 y 50%, los cumple de manera «insuficiente»; y, finalmente, si es inferior a 30%, los cumple de manera «muy deficiente».

El cuestionario fue aplicado a 41 empresas, agrupadas según la clasificación industrial internacional uniforme en los sectores manufactura, construcción, comercio, seguros, finanzas y salud. Las empresas tienen en promedio seis accionistas y 88 empleados, ingresos brutos anuales de 2,5 millones de dólares y su patrimonio promedio es de 3,1 millones de dólares.

Los porcentajes de cumplimiento de las prácticas de gobierno corporativo varían entre 81 y 43 por ciento; la dimensión más desarrollada es la correspondiente al trato equitativo de los accionistas y la menos desarrollada la de arquitectura y control. Las áreas de directorio, asamblea general de accionistas y transparencia presentan grados de desarrollo entre 73 y 60 por ciento. Aunque las empresas no conocen formalmente las prácticas de gobierno corporativo, en mayor o menor grado las han ido desarrollado en su mejor entender de lo que debe hacer un negocio para ser eficientemente manejado. Los resultados aportan evidencia de que existe un camino recorrido por las empresas estudiadas; por lo cual, con un plan especial de adopción de prác-

Grado de cumplimiento de las prácticas de gobierno corporativo de las empresas (porcentajes)



ticas, podrían cumplir el porcentaje de desarrollo óptimo para cada área (90 por ciento o superior).

Estas competencias se hacen imprescindibles cuando las empresas desean salir a bolsa. Pero aquellas que por el momento no planean acudir a los mercados de valores podrían diferir la implantación de estas prácticas, por considerarlas excesivamente complejas o innecesarias; por ejemplo, el uso de mecanismos permanentes de páginas de internet o intranet para la comunicación entre los accionistas. A continuación se presentan los resultados específicos para cada área.

Derecho y trato equitativo de los accionistas

No es de extrañar que esta dimensión haya recibido la mejor evaluación, pues la adecuada interacción de los socios es un valor difundido en cualquier cultura corporativa. Sin embargo, los mecanismos formales de comunicación entre accionistas y el plan de sucesión, que son elementos considerados para medir derecho y trato equitativo de los accionistas, requieren mayor atención.

Al ser las empresas encuestadas de propiedad accionaria muy concentrada —la empresa promedio tiene seis accionistas— no han requerido el desarrollo de instrumentos para formalizar la comunicación entre accionistas, quienes en muchos casos tienen responsabilidades administrativas cotidianas en el manejo de la firma. Es probable que ellos no perciban la necesidad de establecer estos mecanismos de comunicación, porque ese proceso de transferencia de información ocurre continuamente.

La propiedad concentrada no es un fenómeno exclusivo de Venezuela. Booth y otros (2001), en un estudio sobre la estructura de capital en mercados emergentes, encontraron que la concentración de la propiedad es característica de países donde es difícil hacer valer el derecho de los accionistas. Estos accionistas probablemente serán reacios a abrir sus capitales a terceros, en la medida en que sientan pérdida de control sobre la propiedad.

La ausencia de planes formales de sucesión es un problema común en empresas latinoamericanas. Por ejemplo, en un estudio realizado por Banamex en 2008 con una muestra de 322 compañías familiares mexicanas, se encontró que apenas el veinte por ciento contaba con un plan de sucesión, de las cuales el 14 por ciento tenía un plan de sucesión formal (Deloitte, 2010).

Para Nordqvist y otros (2013) suponer que toda empresa debería tener un plan de sucesión es probablemente

ignorar que la sucesión no es solo la transmisión de responsabilidades de una generación a otra o de un grupo de accionistas a gerentes profesionales. La sucesión puede ser vista también como la transferencia de acciones de un grupo de dueños salientes (que desinvierten) a terceros sin vinculación económica o familiar con los salientes. En ese contexto lo que convencionalmente se entiende como plan de sucesión carece de sentido.

Asamblea general de accionistas

Esta dimensión obtuvo la cuarta calificación de cumplimiento global. En condiciones de propiedad concentrada, cuando con mucha frecuencia los accionistas son los administradores del negocio, no es de extrañar que un 44 por ciento de las empresas no usen la asamblea general de accionistas como instancia para

La concentración de la propiedad es característica de países donde es difícil hacer valer el derecho de los accionistas. Estos accionistas probablemente serán reacios a abrir sus capitales a terceros, en la medida en que sientan pérdida de control sobre la propiedad

ventilar o discutir las decisiones trascendentales del negocio. Sin embargo, la mayoría de estas empresas (83 por ciento) sostiene la posibilidad de que cualquier accionista pueda convocar a juntas o reuniones extraordinarias acerca de cualquier tema de interés común relacionado con la empresa.

Directorio

De acuerdo con los estándares de CAF el directorio debería definir lineamientos estratégicos, delegar su ejecución en la alta gerencia y rendir cuentas a los accionistas, para evitar el solapamiento de funciones entre el directorio y la gerencia de la compañía. En esta dimensión, las empresas de la muestra están a medio camino, pues alcanzaron un 63 por ciento del máximo posible. Al igual que en otras dimensiones del estudio, la existencia de directivos administradores impacta el funcionamiento cotidiano de este órgano de gobierno, porque en la mayoría de los casos los accionistas y la alta gerencia son los mismos actores.

Las empresas encuestadas en general reconocen el papel estratégico del directorio, pero fallan en aspectos asociados a su autogobierno y a la separación de funciones con la alta gerencia. Solamente un tercio de la muestra incluye miembros externos en sus directorios, el 53 por ciento no posee reglamento de funcionamiento, el 23 por ciento evalúa su propia gestión y el 46 por ciento no valora explícitamente el desempeño de la alta gerencia.

La escasa incorporación de directores externos a las directivas de las empresas es un indicador de lo mucho que queda por hacer en el fortalecimiento del gobierno corporativo de las empresas venezolanas. Existe una vasta documentación de los beneficios de la presencia de directores externos en la gestión de las empresas de capital tanto abierto como cerrado. Por ejemplo, Giannetti, Liao y Yu (2015) exponen las ventajas de tener directores externos con experiencia internacional en empresas con acciones tipo A que cotizan en las bolsas de China Continental. Esta experiencia fue posible debido a las políticas de repatriación de ciudadanos chinos con experiencias internacionales relevantes implantadas en 23 provincias del país.

También se encontró que el treinta por ciento de las empresas del presente estudio no definen el plazo de gestión de la junta directiva y solo el 26 por ciento establece límites de periodos de reelección. Solo en el 36 por ciento de los casos, los directores

están obligados a reportar eventuales conflictos de intereses por actividades que realicen con terceros. Por último, el 97 por ciento de las empresas se rigen por los principios de contabilidad generalmente aceptados en Venezuela (VEN-NIF), lo cual muestra que cuando existe un requisito legal de adopción las empresas lo cumplen.

Arquitectura y control

Debido a que son múltiples los aspectos vinculados con estructura, políticas y procedimientos, en esta investigación se siguió el criterio de Confecámaras (2012) que evalúa el uso de procesos formales para reclutamiento, remuneración y participación accionaria de los altos ejecutivos de la empresa. Esta dimensión obtuvo un puntaje de 43 por ciento de cumplimiento para las empresas encuestadas, por lo que es el área con peor calificación. El 46 por ciento de las empresas posee procedimientos documentados para reclutar ejecutivos clave y el 63 por ciento tiene políticas formales de fijación de remuneración para esos ejecutivos. Solo en el 15 por ciento de las empresas los altos ejecutivos tienen la posibilidad de comprar o enajenar acciones de la misma empresa en ejercicio de sus funciones por cuenta propia o de terceros.

La base de un buen gobierno corporativo parte de la idea de que los intereses de accionistas y gerentes deben estar alineados. La teoría financiera contemporánea (Jensen y Meckling, 1976) reconoce que, al igual que los accionistas, los gerentes de alto nivel asumen riesgos en la conducción de las empresas, porque si su desempeño es mediocre los gerentes no solamente pierden su empleo sino también reputación en los mercados laborales. Por ello, ese riesgo compartido con los accionistas también tiene que ser remunerado y el mecanismo más directo para lograrlo es facilitar que los gerentes se conviertan en accionistas minoritarios de la corporación para la cual trabajan.

Ninguna de las empresas que participaron en la encuesta manifestó explícitamente el deseo de acudir en un futuro al mercado de capitales para levantar recursos vía venta de acciones. Sin embargo, estas empresas pueden considerarse representativas de la realidad corporativa venezolana, por lo que si el día de mañana empresas similares a estas deciden transitar el camino de la oferta pública de acciones se verán en la obligación de permitir la apertura de su capital a terceros y los candidatos naturales con los cuales comenzar son sus empleados.

Transparencia y divulgación de información financiera y no financiera

En términos prácticos, las empresas estudiadas parecen entender por transparencia la entrega oportuna de información financiera a los accionistas. Además, las empresas realizan un buen trabajo de difundir su misión, visión y valores, por lo cual esta dimensión alcanza la segunda mejor calificación entre las áreas de gobierno corporativo evaluadas.

Estas empresas evitan divulgar información financiera por intranet, como lo hacen habitualmente las empresas de capital abierto. Muchos factores inciden en este comportamiento: el temor a que la información se filtre a terceros (competencia y organismos regulatorios, entre otros) y el hecho de que la propiedad esté concentrada en pocos accionistas, por lo que no se plantean la posibilidad de acceder a esa información de manera diferente.

Se observa con preocupación que el 44 por ciento de las empresas no divulga su política de dividendos. Esto puede deberse a múltiples factores, tales como repartir dividendos de manera esporádica o disfrazar los dividendos como préstamos a los accionistas. Ni los auditores externos ni las instituciones

bancarias ven con agrado estas ambigüedades en la política de dividendos, a tal punto que algunos bancos disminuyen este tipo de préstamos directamente del capital social. La propiedad concentrada en accionistas administradores abre la posibilidad de resolver problemas de manera casuística, en lugar de seguir un protocolo de actuación, como pudiera ser el caso de fraudes contables; al respecto, solo el veinte por ciento de las compañías declara poseer ese protocolo.

La dimensión familiar de las empresas no fue objeto del presente estudio. Sin embargo, se indagó sobre la existencia de un documento de protocolo familiar, que regula las relaciones entre la empresa, sus asociados y la familia. Se encontró que solo el quince por ciento de las compañías analizadas lo poseían, lo cual es una mala señal, porque puede ser un indicador de reticencia de los accionistas a compartir información y abrir sus órganos de gobierno —formales e informales— al escrutinio de relacionados que no son necesariamente accionistas administradores, tales como herederos, cónyuges, padres o hermanos que no trabajan en la organización.

Buen gobierno corporativo: un requisito para el futuro

La bibliografía sobre la creación de mercados de valores orientados a pequeñas y medianas empresas suele destacar los asuntos que deben resolver el Estado y los intermediarios que participarían en su organización. Por ejemplo, para estimular la entrada de nuevas compañías al mercado de valores de un país es necesario asegurar menores costos y facilidades para los emisores, convenios con las entidades participantes en el proceso de emisión, beneficios tributarios para inversionistas, mitigación de riesgos para los inversionistas, fomento y difusión de la cultura financiera, y dictar normas para que las compañías de seguros y fondos de pensiones puedan invertir en el mercado de valores (Mendiola y otros, 2014).

Poco se dice sobre la transformación interna que debe ocurrir en las compañías de capital cerrado que aspiran a ser compañías de oferta pública. A veces se reconoce que, en las primeras de cambio, estas compañías podrían tener problemas para cumplir los estándares de los mercados de capitales tradicionales, por lo que se habla de la simplificación de trámites o de requisitos de información de obligatorio cumplimiento en los primeros años de oferta pública. Ahora bien, una salida exitosa a bolsa va más allá de cubrir estándares o producir información financiera de calidad. Implica también abrir la mente de los accionistas a la realidad de que van a existir nuevos grupos de intereses a los cuales hay que rendir cuentas y hacerles partícipes de las decisiones fundamentales.

La adecuada atención de los grupos de intereses obligará a las empresas venezolanas que deseen cotizar en bolsa a emprender una variedad de acciones en el ámbito del gobierno corporativo. Por ejemplo, deberán aumentar la participación de directores externos independientes en las juntas directivas. Ello requiere, a su vez, identificar potenciales directores externos, definir incentivos para que tengan interés en participar en las juntas y establecer mecanismos para que esa participación contribuya a la generación de valor, la profesionalización de las prácticas gerenciales y, en general, a la transparencia y adecuada rendición de cuentas. Adicionalmente, es pertinente introducir en la cultura corporativa un claro entendimiento de las funciones de la asamblea general de accionistas, la junta directiva y la alta gerencia, para evitar vacíos de control y solapamiento de funciones que pudieran afectar el buen desempeño de una empresa.

La apertura a bolsa puede ser la oportunidad para que las empresas rompan paradigmas acerca de su funcionamiento. Es necesario, particularmente en el caso de empresas familiares,

conciliar los planes de sucesión con la entrada de nuevos grupos de accionistas que pueden no solo reforzar económicamente la empresa sino también traer consigo experiencias, redes de relaciones, fuentes de financiamientos y posibilidades de expansión

Una salida exitosa a bolsa va más allá de cubrir estándares o producir información financiera de calidad. Implica también abrir la mente de los accionistas a la realidad de que van a existir nuevos grupos de intereses a los cuales hay que rendir cuentas y hacerles partícipes de las decisiones fundamentales

para asegurar el crecimiento económico y la sostenibilidad del negocio en el tiempo.

Asegurar el cumplimiento de los estándares de gobierno corporativo es una tarea que reposa en manos de quienes dirigen las empresas. Pero es necesario que el Estado cree las condiciones para que se respeten los derechos de propiedad de los distintos grupos de intereses. ■

Nota: este trabajo no habría sido posible sin el auspicio del Grupo de Empresas de Econoinvest y la valiosa colaboración de los siguientes estudiantes de las maestrías del IESA: Adriana Capote, Rafael Ponce, Alberto Rincones, Miguel Rondón, Hugo Urdaneta, Jesús Ramírez, Gonzalo Fernández, Miguel Sánchez, Carlos Crisóstomo, José Rosales, Daniel Requiz, Christian Caicedo, Raúl Beltrán y Federico Federico.

REFERENCIAS

- Booth, L., Aivazian, V., Demircug-Kunt, A. y Maksimovic, V. (2001): «Capital structures in developing countries». *The Journal of Finance*. Vol. 56. No. 1.
- CAF (2005): «Lineamientos para un código andino de gobierno corporativo». <https://www.caf.com/media/3266/linea6abril100dpi.pdf>.
- CAF (2006): «Nuevo software de gobierno corporativo». <https://www.caf.com/es/actualidad/noticias/2006/05/nuevo-software-de-gobierno-corporativo>.
- CAF (2010): «Manual de gobierno corporativo para empresas de capital cerrado: manejo empresarial eficiente y transparente». <http://scioteca.caf.com/handle/123456789/561>.
- CAF (2013): «Lineamientos para un código de gobierno corporativo latinoamericano». Caracas: Corporación Andina de Fomento.
- Confecámaras (2012): «Implementación de gobierno corporativo en sociedades cerradas». Bogotá: Red de Camaras de Comercio.
- Deloitte (2010): «Plan de sucesión». Boletín de Gobierno Corporativo: deloitte.com/mx.
- Giannetti, M., Liao, G. y Yu, X. (2015): «The brain gain of corporate boards: evidence from China». *The Journal of Finance*. Vol. 70. No. 4.
- González, E. (2000): «Análisis ético del Informe Cadbury: aspectos financieros del gobierno de las sociedades». *Papeles de Ética, Economía y Dirección*. No. 5.
- Jensen, M. y Meckling, W. (1976): «Theory of the firm: managerial behavior, agency costs, and ownership structure». *Journal of Financial Economics*. Vol. 3. No. 4.
- KPMG (2012): «Gobierno corporativo». KPMG México: <https://home.kpmg.com/mx/es/home/servicios/asesoria/administracion-de-riesgos/auditoria-interna-riesgo-cumplimiento/gobierno-corporativo.html>.
- Mendiola, A., Aguirre, C., Chuira, S., Palacios, R., Peralta, M., Rodríguez, J. y Suárez, E. (2014): «Factores críticos de éxito para la creación de un mercado alternativo de emisión de valores para las pymes en el Perú». *Serie Gerencia para el Desarrollo*. No. 40. Lima: ESAN.
- Nordqvist, M., Wennberg, K., Bau, M. y Hellerstedt, K. (2013): «An entrepreneurial process perspective on succession in family firms». *Small Business Economics*. Vol. 40. No. 4. DOI: [dx.doi.org/10.1007/s11187-012-9466-4](https://doi.org/10.1007/s11187-012-9466-4).
- OCDE (2004): «Principios de gobierno corporativo de la OCDE». París: Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos: <https://www.oecd.org/daf/ca/corporategovernanceprinciples/37191543.pdf>.
- Sheridan, T. y Kendall, N. (1992): *Corporate governance: an action plan for profitability and business success*. Londres: Financial Times and Pitman Publishing.