

# GOVERNABILIDAD CORPORATIVA EN EMPRESAS ESTATALES Y EL PAPEL DEL CONSEJO DE ADMINISTRACIÓN

---

**Joaquim Rubens Fontes Filho**  
Fundación Getulio Vargas,  
Brasil

---

---

## Resumen

---

Las empresas estatales representan, aún después de casi quince años de privatizaciones, una parte significativa en las economías de diversos países. No obstante, aún permanecen sin tratar algunos aspectos asociados a su eficiencia, su capacidad de alcanzar objetivos y el uso político que se hace de ellas.

Este artículo analiza como aspectos específicos de la gobernabilidad corporativa pueden ser aplicados en las empresas estatales, explorando las posibilidades y limitaciones de su utilización, con miras a estimular el diálogo latinoamericano sobre el tema, a partir de la experiencia brasileña. El foco del análisis está centrado en el papel desempeñado por el Consejo de Administración, órgano responsable de conducir la interacción entre el gobierno y la empresa, cuya efectividad de actuación ocupa un papel fundamental en la buena gobernabilidad.

Palabras Claves: Empresas Públicas, Gobernabilidad Corporativa, Agente-Principal, Brasil

---

## Abstract

---

State-owned enterprises represent, even after nearly fifteen years of privatization, a significant part of various countries' economies. Nevertheless, there are some aspects, such as their efficiency, ability to achieve objectives and political use, which have not been addressed.

This article discusses how specific aspects of corporate governance can be applied to state enterprises. Based on the Brazilian experience, the article explores possibilities and limitations of corporate governance characteristics in order to stimulate a dialogue in Latin American countries on this topic. The analysis focuses on the role played by the Governing Council, a body responsible for conducting the interaction between government and enterprise, whose effectiveness of action plays a key role in good governance.

Keywords: Public Enterprises, Corporate Governance, Agent- Principal, Brasil

## 1. Introducción

El término *corporate governance* es traducido de forma diferente o adecuado a la terminología específica de cada país, manteniendo, sin embargo, su sentido original. Se refiere a los arreglos institucionales que rigen las relaciones entre accionistas y otros grupos de financiadores de la empresa, entre sí, con los mercados financieros y de capitales, y con los ejecutivos, buscando disciplinar prácticas que deben conducir estas relaciones. Según la definición clásica, “corporate governance deals with the ways in which suppliers of finance to corporations assure themselves of getting a return on their investment” (Shleifer y Vishny, 1997: 737).

Los conceptos y las soluciones tratadas en la *corporate governance* están muy influenciados por las disciplinas económicas y prácticas contables, consecuencia del objetivo principal de maximizar el valor económico de la empresa, pero seguramente también por influencia de su historia (*path dependence*). De hecho, uno de los principales marcos en la elaboración de recomendaciones y directrices de buenas prácticas de gobernabilidad se encuentra en el informe Cadbury (Committee, 1992). Elaborado en mayo de 1991 por el Financial Reporting Council, por el London Stock Exchange y por profesionales de contabilidad, el comité responsable de redactar este informe, que resultó conocido por el nombre de su chairman, tuvo como objetivo presentar propuestas para solucionar los problemas del bajo nivel de confianza de las informaciones financieras prestadas por las empresas y de la capacidad de los auditores en establecer salvaguardas adecuadas a los usuarios de estas informaciones.

En su esencia, la *corporate governance* está orientada a las denominadas *corporations*, entidades jurídicas autónomas, distintas de sus propietarios, cuya propiedad está representada por un conjunto de acciones. Las *corporations* poseen como característica básica la separación entre propiedad y gestión, la responsabilidad limitada a los propios recursos; la posibilidad de negociar contratos y su propia propiedad, asegurando su existencia independientemente de la vida de sus propietarios (Fitch, 1997).

El principal impulso al movimiento por mejores prácticas de gobernabilidad corporativa ocurrió en el mercado norteamericano, con la búsqueda de los inversores y propietarios por recuperar el poder en la empresa – frente a sus ejecutivos – debilitado por la fragmentación de la propiedad de la empresa entre los diversos accionistas. Las denominadas “buenas prácticas” de gobernabilidad corporativa pasaron a ser perseguidas y exigidas, principalmente, por los inversores institucionales. Posteriormente, evidencias de que la adopción de estas prácticas estaba asociada a un valor de mercado superior de las empresas contribuyeron para su difusión (Shleifer; Vishny, 1997). Más recientemente, los escándalos corporativos de Enron, Worldcom, Parmalat, y de la consultora Arthur Andersen pusieron el tema también en la agenda política, como fuera ejemplificado por la solución adoptada por el congreso con la publicación de la legislación Sarbanes-Oxley, una amplia armazón reguladora que ordena cuestiones de

transparencia, auditoría, prestación de cuentas, y responsabilización de ejecutivos y miembros del Consejo de las empresas con títulos negociados en las bolsas de los EEUU. La divulgación de los Principios de Gobernabilidad Corporativa por la Organisation for Economic Co-operation and Development (OECD), en 1999, contribuyeron decisivamente para ampliar la importancia internacional del asunto.

Posteriormente, la fragmentación del modelo de propiedad pulverizada se mostró limitada a los países que adoptan la *common-law*, puesto que la baja protección al inversor, presente en los demás sistemas, funcionaba como estímulo a la concentración de la propiedad como una forma de defensa (La Porta; Lopez-de-Silanes; Shleifer, 1998). Sin embargo, la exigencia para avanzar en el estudio de las prácticas de *corporate governance* se mostró fundamental para otros contextos, como requisito para comprender formas alternativas de financiación y control de las empresas, mejorar el desempeño económico y solidez de los mercados financieros y de capitales, y principalmente para facilitar el acceso de las empresas a la liquidez de los mercados internacionales de capital, abundante en la década de 1990. De hecho, las evidencias demostraron la fuerte correlación entre el crecimiento económico de un país y el desarrollo del mercado de capitales (Novaes, 2005).

La Porta y Lopez-de-Silanes (1999) observaron que la figura del accionista controlador está presente en la mayoría de los países, usualmente tipificado por el Estado o familias que ejercen derechos de control en forma desproporcionada a los derechos sobre flujo de caja, principalmente a través del uso de pirámides, cuando la firma es controlada por medio de una cadena de empresas, o directamente por la vía de la participación en la gestión. Latinoamérica no es una excepción a esta modelo. La concentración de la propiedad en inversores individuales, familias, gobiernos o incluso el control a través del acuerdo entre acciones o estructuras piramidales viene predominando, situación de hace que el problema de agencia entre propietarios y gestores sea menos relevante que las disputas entre los propios accionistas y las posibilidades de que los minoritarios sean expropiados por los controladores. Como analizan Sanz y Holán (2004: 41), los cinco mayores accionistas en una empresa latinoamericana poseen, generalmente, cerca del 80% del capital social. Esto es analizado y confirmado, en el contexto brasileño, por el estudio de Leal (2004).

Los análisis de los modelos internacionales de *corporate governance*, en lo que se refiere a las prácticas internacionales, reconocen dos modelos paradigmáticos, el *shareholder* anglosajón, cuando los intereses de los accionistas con privilegiados y el *funding* de las empresas constituido vía mercadeo de capitales, y el modelo stakeholder, o nipogermánico, que trata con un conjunto más plural de grupos de intereses, inclusive en la propiedad, que tiende a ser concentrada. Estos dos modelos se muestran, no obstante, insuficientes para enfrentar los problemas de la gobernabilidad de las empresas y mercados de la mayoría de los países.

Aunque los arreglos entre las partes mantengan semejanzas conceptuales, son esencialmente diferentes con relación a la finalidad del control, dinámica de distribución de poder, filosofía implícita de la naturaleza humana (grado de confianza, personalismo y orientación para resultados) y lógica de control.

Es interesante observar que las relaciones tratadas en los modelos de *corporate governance* se vienen diseminando para un conjunto cada vez más diversos de organizaciones. Aunque el término se haya consolidado como exclusivo de las relaciones empresariales, involucrando estructuras de monitoreo y decisión, formas de financiación y acceso al flujo de caja, al involucrar aspectos sobre la naturaleza y la organización de la propiedad, ejercicio de control y monitoreo de la gestión, presenta soluciones que pueden ser utilizadas por un amplio conjunto de organizaciones donde estos problemas se manifiestan.

Utilizando el referencial propuesto por Hansmann (2000) para comprender esta migración, el ejercicio de la propiedad implica controlar a los gestores, los costos de la decisión colectiva, y los costos de soporte a los riesgos del negocio. La estructura elegida por cada negocio deriva de la forma óptima de minimizar estos costos. Negocios como fondos de pensiones, organizaciones sin fines de lucro, o cooperativas, así como todos aquellos que exigen la organización de un grupo de propietarios – o financiadores – y monitoreo de gestores inciden en todos costos. Según una perspectiva más amplia, tanto las estructuras de propiedad como las mejores prácticas de gobernabilidad a ser seguidas en cada sector están asociadas a las formas de minimización de estos costos.

A partir de un determinado porte o, más precisamente, cuando propietarios o financiadores no administran su organización, la definición de la estructura y prácticas de gobernabilidad es útil para hacer más claros los esquemas contractuales que regulan el ejercicio de intereses por parte de esos grupos, entre sí y con los gestores, implicando en la definición de objetivos, formas de monitoreo, distribución de derechos residuales, prestación de cuentas y relacionamiento con grupos de interés. Así, las propuestas derivadas de los estudios sobre la *corporate governance* viene siendo utilizadas, según enfoques positivos o normativos, para estructurar las relaciones entre las diversas partes interesadas en la actuación de las empresas, su gobierno estratégico y, cada vez más, también para otros conjuntos de organizaciones.

Las buenas prácticas de gobernabilidad corporativa extrapolan los intereses privados de las *corporations* de otra organización particular. Akerlof (1970) puso en evidencia, a partir del ejemplo del mercado de autos usados, la forma por la cual ciertas deformidades en las relaciones privadas pueden transformarse en problemas colectivos, descalificando el mercado en su totalidad. Carvalho (2002) analizó como las cuestiones de gobernabilidad corporativa se vuelven un problema de interés público. Prácticas de gobernabilidad contribuyen a reducir la asimetría de informaciones entre inversores y la gestión de las empresas, fomentando también el equilibrio

de los derechos entre accionistas mayoritarios y minoritarios y reduciendo las primas de control, representada por la diferencia de valor entre acciones pertenecientes al grupo de control y las demás. En consecuencia, el mercado de capitales se vuelve más seguro y atractivo para los minoritarios que, al ampliar su actuación, contribuyen para mejorar el nivel de liquidez del mercado. Se puede agregar también que la conjunción de buenas prácticas de gobernabilidad con un ambiente institucional adecuado contribuye a reducir los costos de agencia y de transacción, permitiendo a las empresas disminuir su costo de capital y hacer más eficiente su actuación comercial.

Específicamente para empresas estatales, tengan ellas participación de inversores privados y acciones negociadas en bolsas de valores, sean empresas bajo control exclusivo del Estado, las buenas prácticas de gobernabilidad se muestran útiles para direccionar problemas como el monitoreo de los gestores, la organización del control, la responsabilización, asignación de costos, la evaluación de desempeño y la atracción de recursos tangibles o intangibles. Puesto que la autonomía de esas empresas muchas veces se pierde o se diluye dentro de la administración directa, las buenas prácticas de gobernabilidad funcionan también para rescatar esta autonomía.

La adopción de buenas prácticas de gobernabilidad corporativa en el ámbito de las empresas estatales no es sólo una cuestión técnica, sino política. La independencia de la empresa para seguir objetivos definidos estatutariamente, y mayor autonomía en la gestión, interna reducen la posibilidad de uso político de estas empresas, sea en disputa política por cargos, sea en la realización de acciones de interés exclusivo del gobierno, y no de la empresa, que afectan los costos de esa acción. Sin embargo, ese es exactamente el cuadro que debe evitarse.

El texto discute las posibilidades de fortalecimiento de las buenas prácticas de gobernabilidad corporativa en las empresas estatales, articulando, en especial, el papel a ser desempeñado por el Consejo de Administración. Órgano de interfase entre los propietarios y los gestores, el potencial de contribución del Consejo viene siendo subutilizado, dada su poca independencia y capacidad de acción efectiva.

Inicialmente presentamos una síntesis histórica de los aspectos de gobernabilidad corporativa, seguida de la apreciación de las características de la gobernabilidad en las empresas estatales, tomando como referencia para ejemplificación la realidad brasileña. La cuarta sección trata específicamente del papel del Consejo de Administración, presentando un referencial de la literatura para análisis de los papeles y responsabilidades del consejero, y en la sección siguiente se examina la actuación de este Consejo en las empresas estatales.

## 2. Orígenes de la *Corporate Governance* y la gobernabilidad de las organizaciones

Las preocupaciones a lo largo de los últimos 15 años en torno a la gobernabilidad corporativa pusieron en evidencia la necesidad de una mejor articulación entre derechos y deberes

involucrados en la relación entre propietarios y financiadores, ejecutivos de las organizaciones, y los mercados financieros y de capitales.

Buscando en perspectiva histórica, los problemas de gobernabilidad se iniciaron hace casi doscientos años, con el inicio de la industrialización. La separación entre propiedad y gestión, impulsada por la Revolución Industrial, y la constitución de las grandes vías férreas y empresas de telégrafo en los Estados Unidos, tuvieron entre las justificativas económicas principales buscar aprovechar la eficiencia permitida por el uso de nuevas máquinas en la producción en escala, reducir los costos de transacción con el mercado, y mejorar el desempeño de las empresas con la utilización de gestores especializados. Al asumir el control de un sinnúmero de unidades, ampliar su área de actuación y línea de productos, la moderna empresa comercial internalizó las transacciones anteriormente realizadas con el mercado, pasando el monitoreo y coordinación de estas transacciones a ser realizados por sus gerentes y empleados. En este momento, como fuera caracterizado por el historiador económico Alfred Chandler, la mano invisible del mercado fue sustituida por la mano visible de la jerarquía de la gran empresa (McGraw, 1998).

Para Chandler, la moderna empresa comercial multiunitaria sustituyó a la pequeña empresa a partir del momento en que la coordinación administrativa condujo a una mejor productividad, costos más bajos y utilidades más elevadas que la coordinación basa en los mecanismos de mercado. Esta coordinación exige una jerarquía gerencial, cuya existencia caracteriza a la moderna empresa. Explorando además el argumento de Chandler, una vez instituida y asumiendo la coordinación administrativa, “la jerarquía gerencia se volvía en sí misma una fuente de estabilidad, pujanza y crecimiento constante” y, con el crecimiento y diversificación de la empresa, “su gestión se volvió independiente de su propiedad” (McGraw, 1998: 256).

Originalmente escrito en 1977, ese texto del historiador económico Alfred Chandler puede ser reconocido como un marco para entender los problemas de gobernabilidad de las organizaciones contemporáneas. Intencionalmente, ampliamos el alcance del concepto de gobernabilidad corporativa, al tratar de gobernabilidad de las organizaciones, reconociendo que los fundamentos identificados en esa revisión histórica – la separación entre la propiedad y gestión, sustitución del mercado por las jerarquías, profesionalización de los gestores – no se limitan al ambiente de las corporaciones, sino prácticamente a todas las organizaciones modernas.

Más recientemente, otros dos puntos pueden ser agregados a este contexto para configurar la problemática de la gobernabilidad de las organizaciones contemporáneas: el cambio en la naturaleza del trabajo y el crecimiento de los fondos de inversión y similares.

Bradley et al. (1999) afirman que el capital humano especializado se volvió el elemento más crítico para los procesos productivos, haciendo con ello que el individuo dotado de las

especializaciones necesarias, principalmente de conocimiento, ocupe un papel de destaque. No obstante, estos individuos son también mucho más difíciles de monitorear y controlar. En la situación en que el comportamiento de los agentes ocurre en un ambiente de seguridad en cuanto a los esfuerzos necesarios para alcanzar determinados fines (*first-best solution*), la solución contractual utilizada para controlar el comportamiento de estos agentes es típicamente basado en comportamiento, pagándose al agente para que actúe para la organización durante determinado período de tiempo. En este ambiente, la asimetría de informaciones entre agente y principal es baja, permitiendo comprender *ex-ante* el esfuerzo del agente y minimizar problemas de riesgo moral, inclusive comportamientos oportunistas.

Sin embargo, en situaciones en que el esfuerzo es desconocido, el monitoreo no representa una solución eficaz por la imposibilidad de evaluar este esfuerzo, y la contratación por resultado (*second-best solution*) se muestra más coherente (Nilakant y Rao, 1994). Este es el caso de los trabajadores del conocimiento. Monitorear estos trabajadores, y particularmente gestores especializados, requiere otra dinámica en la contractualización. En la perspectiva de la gobernabilidad, el contenido de conocimiento especializado del trabajo de los gestores, asociado a una mayor dinámica de los mercados, amplía los problemas de agencia como riesgo moral y selección adversa, que asumen un carácter mucho más crítico.

El último punto que consideramos para componer este contexto inicial se refiere a una progresiva dispersión de las responsabilidades individuales, representada por el alejamiento del financiador del resultado de su acción. Partiendo de la idea de separación entre propiedad y gestión, como cuestión central de gobernabilidad, se puede argumentar que tanto la propiedad como la gestión se fueron haciendo no sólo difusas, sino que también se fueron subdividiendo, de acuerdo con un proceso de jerarquización de control en el mercado, no sólo en la empresa.

Para ejemplificar esta situación, podemos utilizar el caso de Vale, anteriormente Companhia Vale do Rio Doce, la mayor empresa privada brasileña, privatizada a fines de la década de 1990. El principal controlador de Vale es Valepar, que tiene un 53,5% del capital votante según la posición de febrero de 2008 (Composição, 2008). Valepar, a su vez, es una empresa de propósito específico, que tiene como objeto exclusivo participar como accionista de Vale. Su capital está distribuido entre un conjunto de inversores, estando al frente, con 58,1%, otras dos empresas de propósito específico, Litel y Litela, ambas controladas por el fondo de pensiones de los funcionarios del Banco do Brasil (empresa estatal), PREVI. Vale, a su vez, tiene un sinnúmero de controladas y vinculadas, además de una serie de tercerizaciones y alianzas estratégicas. Naturalmente que la responsabilidad del participante el fondo de pensiones no llega a las acciones, por ejemplo, de Samarco, una controlada de Vale, o incluso de la propia Vale. Esta situación implica cuestiones de gobernabilidad y cadena de responsabilización de varias organizaciones, no sólo corporaciones.

Este efecto resulta claro también cuando se observa la gran expansión de los fondos mutuos de inversión. Sólo en los Estados Unidos, los activos totales de los fondos mutuos de inversión superaron los US\$ 3,4 billones, a mediados de abril de 2008 (ICI, 2008). Como los fondos de inversión son inversores que actúan en nombre de otros inversores, y que también pueden invertir en otros fondos de inversión, surgen problemas asociados al alejamiento del beneficiario del locus de la acción, generado como consecuencia en el proceso de responsabilización.

Si el movimiento de la industrialización representó la separación del propietario de la gestión, la jerarquización del control y los movimientos de redes y alianzas estratégicas, cuando también ocurre la difusión de las responsabilidades, trajeron el distanciamiento del propietario final, mejor caracterizado como inversor, de las acciones realizadas por el objeto de su inversión. Un individuo puede no aceptar la idea de invertir en empresas que produzcan armamentos o cigarrillos, pero pocas veces tendrá conocimiento de que el fondo en que invierte lo hace, o en otra situación, presiona a los gestores de su fondo para alcanzar resultados que otros administradores obtienen cuando operan sin restricciones de esta naturaleza. Aún los denominados “fondos de inversiones” socialmente responsables” pueden ser presionados a flexibilizar sus inversiones o a incluir en su cartera participaciones en otros fondos, de naturaleza diversa, para alcanzar los benchmarks del mercado.

Las cuestiones de la separación entre propiedad y gestión, de la especialización, de la emergencia del trabajador del conocimiento, y de la ampliación de la cadena de responsabilidades crean exigencias por estructuras de gobernabilidad adecuadas, que apuntan el locus y la forma de construcción de la decisión y definición de objetivos, el papel de los gestores, prácticas de transparencia y prestación de cuentas, y relacionamiento con los actores externos. Por esa razón los beneficios observados por la adopción de buenas prácticas de gobernabilidad en las empresas de capital abierto vienen motivando otros sectores a investigar también los aspectos específicos de la gobernabilidad. Organizaciones diversas elaboraron documentos con mejores prácticas para sectores diversos como empresas estatales (OECD, 2005a), fondos de pensiones (Impavido, 2002), cooperativas (World Council of Credit Unions - WOCCU y National Association of State Credit Union Supervisors - Nascus) y organizaciones no gubernamentales (Global Forum on NGO Governance, y Central and Eastern European Working Group on Nonprofit Governance).

### 3. Características de la *Corporate Governance* en Empresas Estatales

El universo de las empresas estatales presenta particulares desafíos a los aspectos de gobernabilidad corporativa, en especial en lo que se refiere a las formas de organización de la función propiedad, el relacionamiento entre gobierno, Consejo y gestores, las formas de prestación de cuentas y *accountability*, la actuación del Consejo de Administración, y las interfases con el sistema político. Además, la importancia económica y social de estas empresas



justifica ampliar los análisis sobre posibilidades de fortalecimiento de sus estructuras de gobernabilidad.

Revirtiendo la tendencia de las privatizaciones de las décadas de 1980 y 1990, las empresas estatales mantienen gran importancia en un conjunto amplio de países. En el conjunto de los países miembros de la OECD, representan hasta el 20% del valor adicionado, cerca de 10% del empleo y hasta el 40% de la capitalización de mercado (OECD, 2004). Análisis de esa organización (Robinett, 2006) indican, por ejemplo, que China tiene 17 mil empresas estatales en el gobierno central y otras 150 mil en los gobiernos locales, siendo que las 1.200 empresas estatales chinas con acciones negociadas en bolsa de valores producen un 18% del producto interno bruto del país. En la India, la compañía ferroviaria nacional emplea más de 1,6 millones de personas, y el sector financiero estatal controla cerca de 75% de los activos bancarios del país. En Francia, las estatales representan casi el 8% del número total de empresas en el país, mientras que en números absolutos son también significativas en la República Checa, Polonia y, principalmente, en Vietnam, donde el total de empresas estatales llega a 5 mil.

Los estudios sobre la *corporate governance* en empresas estatales y la construcción de propuestas de buenas prácticas en el sector tomaron impulso con la actuación de la OECD en la conducción de un grupo de trabajo sobre privatización y *corporate governance* de activos de propiedad del Estado y en el estudio realizado sobre las prácticas de gobernabilidad utilizadas para empresas estatales en los 30 países miembros (OECD, 2005b). Este esfuerzo se consolidó y se transformó en orientaciones con el lanzamiento, en abril de 2005, del documento (OECD, 2005a), elaborado a partir de dos años de consultas públicas y foros de discusión con la participación, además de los países miembros, de diversos otros países no miembros invitados. Como el documento menciona, ya en la presentación, sobre los desafíos involucrados:

A major challenge is to find a balance between the state's responsibility for actively exercising its ownership functions, such as the nomination and election of the board, while at the same time refraining from imposing undue political interference in the management of the company. Another important challenge is to ensure that there is a level-playing field in markets where private sector companies can compete with state-owned enterprises and that governments do not distort competition in the way they use their regulatory or supervisory powers (OECD, 2005a:), fondos de pensiones (Impavido, 2002), cooperativas (World Council of Credit Unions - WOCCU y National Association of State Credit Union Supervisors - Nascus) y organizaciones no gubernamentales (Global Forum on NGO Governance, y Central and Eastern European Working Group on Nonprofit Governance).

La estructura de la propiedad estatal no es similar en los diversos países, variando en porte, autonomía, participación de capital privado, y sectores de actuación. En Brasil, la organización

de la administración indirecta federal fue normada en 1967, por el Decreto Ley 200. En sus artículos 4º y 5º, esta ley establece dos tipos diferentes de empresas estatales, las empresas públicas y las sociedades de economía mixta, ambas dotadas de personería jurídica propia y vinculadas al Ministerio en cuya área de competencia se encuentra encuadrada su actividad principal (BRASIL, 1967). Mientras que la empresa pública tiene su capital desembolsado exclusivamente por el Estado o entidades de la Administración Indirecta, la denominada Sociedad de Economía Mixta está constituida necesaria en forma de sociedad anónima, con la mayoría de las acciones con derecho a voto de propiedad del Estado o entidad de la Administración Indirecta.

De acuerdo con las informaciones del Departamento de Coordinación y Control de las Empresas Estatales (DEST), órgano del Ministerio de Planeamiento, Presupuesto y Gestión, el número de empresas estatales federales, que en la década de 1980 era de 215, llegó a 258 en la década siguiente y, reducido tras sucesivas privatizaciones, a 115, en diciembre de 2006, registrando entonces un total de 398.852 funcionarios. Este número no incorpora, no obstante, otras 75 empresas que son controladas apenas por la holding estatal, en su mayoría perteneciente al Grupo Petrobras y ubicadas en el exterior. Entre 2005 y 2006, las utilidades de esas empresas estatales aumentaron 24,41% alcanzando los R\$ 43.600 millones (US\$ 20.426 millones), mientras que los perjuicios se redujeron en cerca de 25%, alcanzado los R\$ 1.150 millones (US\$ 537,89 millones), convertidos por el valor del dólar de ese momento (Scaletsky, 2008).

En el ámbito federal, la gobernabilidad de las empresas estatales está dividida entre tres áreas de la estructura gubernamental. Al Ministerio de Hacienda le cabe definir las políticas de dividendos, capitalización, endeudamiento, y la indicación de un miembro del Consejo Fiscal. El Consejo Fiscal, particularidad de la legislación brasileña, es un órgano independiente del Consejo de Administración de la empresa, y tiene como competencia fiscalizar los actos de los administradores, verificar el cumplimiento de sus deberes legales y estatutarios; y examinar los estados financieros, de acuerdo con lo dispuesto en el Art. 163 de la Ley 6.404, de las sociedades anónimas (Brasil, 1976). Al Ministerio de Planificación, por medio del DEST, le cabe la elaboración del presupuesto de inversión de las empresas estatales, acompañar el desempeño económico financiero, fomentar la articulación y la integración de las políticas de las empresas estatales, inclusive la política salarial, y coordinar y orientar la actuación de los representantes del Ministerio en los Consejos de Administración. Al Ministerio Sectorial o supervisor, definido como aquel en cuya área de actuación opera la empresa, le cabe proponer la política de inversiones de la empresa y la indicación de la mayoría de los miembros del Consejo de Administración.

El resultado de las empresas estatales es importante para el equilibrio fiscal de las cuentas públicas, actuando directamente sobre el superávit primario del gobierno, principalmente por

el pago de los dividendos. Además de ello, de acuerdo con Guimarães (2007), el uso de la empresa estatal como mecanismo de financiación y subsidio a las políticas públicas libera la ejecución de la política del gobierno de las restricciones derivadas del presupuesto, dispensando al Poder Ejecutivo de la autorización del Poder Legislativo para los gastos relacionados.

Entre las sociedades de economía mixta, tres tienen una representativa participación de capital privado – Petrobras, Eletrobrás y Banco do Brasil – lo que trae a la luz la importancia de las consideraciones sobre la participación del accionista minoritario en la gobernabilidad. Estas empresas, inclusive, representan una expresiva parcela de las negociaciones realizadas en las bolsas brasileñas, con participación superior al 15%. En los demás niveles de la federación, en estados y municipios, hay otras estatales también con expresiva actuación e inclusive prácticas diferenciadas de gobernabilidad, a ejemplo de la Compañía de Saneamiento Básico del Estado de São Paulo – SABESP.

Teniendo o no participación del inversor privado en su capital, la naturaleza pública de las empresas estatales exige que sus prácticas de gobernabilidad sean ejemplares, para contribuir a promover un direccionamiento del mercado. Es necesario, sin embargo, comprender las restricciones que enfrenta la empresa estatal para adecuar, a su naturaleza, prácticas de gobernabilidad indicadas al sector privado. De acuerdo con el análisis de la OECD (2004: 6), estas restricciones están relacionadas a cuatro aspectos:

(a) Las empresas estatales están sujetas a restricciones más suaves en términos presupuestarios, que pueden protegerlas contra acciones de toma de control vía mercado y quiebra. Aun cuando en algunos contextos sea posible la ocurrencia de quiebra de una empresa estatal, esta situación raramente ocurre, manteniéndose una situación deficiente y generando presiones adicionales sobre los gastos públicos para ecuacionar esa situación ;

(b) Por su naturaleza, es frecuente que empresas estatales operen en áreas donde hay poca o ninguna competencia con el sector privado, reduciendo las presiones externas del mercado;

(c) Los estándares de transparencia y prestación de cuentas son diferentes de aquellos realizados por el sector privado, teniendo en vista la fuerte orientación para el control de los gastos públicos;

(d) Aunque la empresa sea del Estado, muchas veces no es posible identificar con claridad la figura del propietario o controlador, sino varios posibles propietarios entre los diversos ministerios u otras organizaciones públicas, cada cual buscando orientar a la empresa para sus objetivos.

Si en la empresa privada la utilización de buenas prácticas de gobernabilidad corporativa tiene como finalidad “aumentar el valor de la sociedad, facilitar su acceso al capital y contribuir para su perennidad” (IBGC, 2004), en las empresas estatales la gobernabilidad puede atender

a un conjunto más amplio de necesidades, que pueden ser sintetizadas en dos objetivos: mejorar el desempeño y alcanzar resultados esperados, tanto económicos como aquellos asociados a su misión pública. En otras palabras, más eficiencia, eficacia y efectividad.

La baja calidad en la gobernabilidad de las empresas estatales presenta diversos síntomas, tales como la poca claridad en los objetivos empresariales, dificultad de evaluar la gestión como resultado de la influencia política en las definiciones estratégicas y en las operaciones, baja transparencia y permeabilidad a la evaluación por parte de la sociedad, prestación de cuentas sin separación de costos empresariales y de políticas públicas, poca efectividad de los mecanismos de control externo, como los mercados financieros y de capitales y el mercado de trabajo de dirigentes. Una consecuencia directa de estos problemas de gobernabilidad es el impacto sobre la eficiencia de la empresa. Si la empresa es del Estado, con sus objetivos permanentes definidos en estatutos o en una ley de creación, estos son objetivos que deben buscarse a priori por las administraciones, y no ser flotantes de acuerdo con las políticas públicas de los gobiernos. Además de ello, es cierto que estos objetivos deben buscarse de la manera más eficiente posible. Por ser estatal, actuar con eficiencia y tratar el bien público con diligencia, es una obligación fundamental de todo administrador público que no debe confundirse con otras atribuciones del Estado

De acuerdo con Boardman y Vining (1989), la teoría del derecho de propiedad de la firma sugiere que la empresa estatal tiende a presentar un desempeño y lucratividad inferiores a los de la empresa privada, resultado observado por estos autores en el análisis de 500 empresas industriales no americanas, en una muestra formada por 419 empresas privadas, 58 estatales y 23 de capital mixto, con informaciones del año de 1983. Para Shleifer (1998), la propiedad privada debe ser preferida a la propiedad estatal cuando los incentivos a la innovación y a la contención de costos precisan ser fuertes.

Bozec, Breton y Côté (2002) argumentan que, a pesar que esos estudios comparativos indican una mayor eficiencia de la empresa privada, en general sufren limitaciones por no reconocer que la empresa estatal tiene objetivos diferentes de la empresa privada. En base a un análisis comprendiendo el período 1976-1996, se encontraron evidencias empíricas de que, cuando tiene como objetivo la maximización de las utilidades, la empresa estatal tiene un desempeño semejante al de la empresa privada. Así, concluyen, el alegado desempeño inferior de la empresa estatal puede ser sólo consecuencia de la búsqueda de otros tipos de resultados, además de que la baja calidad atribuida a los gestores públicos puede ser sólo un mito. De hecho, en una encuesta con un conjunto formado por los 20 mayores bancos brasileños a inicios de la década de 90, siendo 10 privados y 10 estatales, Fontes Filho (1995) no encontró ninguna diferencia significativa entre la percepción de los gestores de esos dos grupos en cuanto a la percepción de la competitividad del mercado o exigencias en los estándares de actuación.

También Dewenter y Malatesta (2001: 321) observaron evidencia de un desempeño inferior de la empresa estatal, enfatizando que “the results of the comparison strongly support the proposition that government firms display inferior profitability”. De acuerdo con los autores, al renunciar a la búsqueda de mayor lucratividad para seguir objetivos políticos o sociales, y por realizar raramente la distribución de las utilidades para los accionistas, el ambiente de las empresas estatales tiende a reducir la eficiencia del monitoreo sobre los gestores y conduce a una degradación del desempeño. Destacan, no obstante, que el estudio mostró que no hay evidencias de que la privatización sea significativa para mejorar la lucratividad. Al contrario, el aumento de productividad fue ampliamente puesto de manifiesto durante los tres años anteriores a la privatización, y reducido en los cinco años subsiguientes, sugiriendo que el gobierno es capaz de reestructurar adecuadamente sus empresas estatales antes de venderlas. Como afirman, “the political impetus behind privatization first impels government firms to operate more profitably.” (Dewenter y Malatesta, 2001: 334).

Si estos resultados señalan que, como es natural esperar, la acción política ejerce un importante papel en el desempeño de la empresa estatal, es razonable suponer que esa misma acción política es capaz de impulsar el desarrollo de la empresa. Puesto que no es prudente esperar que el sistema político se interese en promover ese desarrollo, incluso por que no hay seguridad en cuanto su permanencia, la existencia de las salvaguardas derivadas de una estructura adecuada de gobernabilidad se muestra esencial. Es fundamental destacar que esa seguridad no representa una forma de desestatización de la empresa o una captura de la empresa por sus propios cuadros, un obvio problema de agencia. Al contrario, significa asegurar a la empresa estatal las mejores condiciones para atender la función de Estado para la cual fue creada y por la cual de responder a la sociedad, con la máxima eficiencia posible.

Aunque la discusión de la *corporate governance* aplicada a las empresas estatales sea, a veces, criticada como una corporitización (*corporitisation*), considerada como una asimilación de disciplinas volcadas a empresas privadas (Whincop, 2002), prevalece la visión según la cual no debe haber diferencia en los principios que tratan de la gobernabilidad en empresas privadas estatales. Barrett (1997: 3), por ejemplo, defiende que:

Nevertheless, it was also very evident that the principles of corporate governance are the same in both public and private sectors. Good corporate governance requires clear definitions of responsibility and a clear understanding of relationships between the organisation’s stakeholders and those entrusted to manage its resources and deliver its outcomes.

De forma general, el tratamiento del tema viene dando relevancia a la configuración de soluciones particulares a la empresa estatal, como fuera puesto en evidencia en los documentos de la OECD y en el conjunto de discusiones realizadas en dos foros latinoamericanos que trataron de la gobernabilidad de las empresas estatales en el continente.

Además de las restricciones mencionadas anteriormente para la estructuración de sistemas de gobernabilidad corporativa para empresas estatales, deben considerarse sus limitaciones, con relación a empresas privadas de capital abierto, en cuanto al uso de mecanismos externos e internos de control. Según Agrawal y Knoeber (1996), existen al menos siete mecanismos disponibles para el control de los problemas de agencia, que son utilizados simultáneamente por las empresas. Son ellos: uso de políticas de endeudamiento, mercado de trabajo para administradores, mercado para control corporativo, monitoreo por parte del accionista principal o Consejo, participación accionaria de los gestores, y bloques de control concentrado en grupos de accionistas o institución. Podemos agregar además la competencia en el mercado de bienes, que presiona la organización a ser más competitiva, la vigilancia mutua entre los asalariados, y la actuación del Consejo de Administración.

#### 4. El papel del Consejo de Administración

Los códigos de *governabilidad corporativa* producidos en los diversos países, aunque naturalmente enfatizan en particularidades locales, tratan de un amplio conjunto convergente de temas. En base a principios generales como transparencia, equidad, prestación de cuentas, respeto a los accionistas, definición y distribución clara de responsabilidades, remuneración justa a los administradores, y responsabilidad corporativa, los códigos definen en general un conjunto detallado de recomendaciones y directrices. La página del European Corporate Governance Institute permite el acceso a los códigos desarrollados en más de 60 países u organizaciones internacionales que tratan del tema (), disponiendo inclusive de estudios sobre convergencias en los principales códigos.

Estas prácticas de *governabilidad corporativa* se basan en un conjunto de principios consolidados en la mayoría de las legislaciones internacionales, como transparencia (*disclosure*), equidad (*fairness*), prestación de cuentas (*accountability*), cumplimiento de las leyes (*compliance*) y ética (*ethics*). Entre los órganos internos de la empresa asociados a los aspectos de gobernabilidad, el locus de implementación o *enforcement* de estas prácticas está ocupado, por excelencia, por el Consejo de Administración (*board of directors*). El Consejo es el órgano colegiado que representa a los propietarios de una empresa dada u organización ante los gestores, ejerciendo el derecho de control y proposición de los objetivos estratégicos. Su actuación se destaca en la literatura sobre el tema como centra los aspectos de gobernabilidad corporativa (Daily, Dalton y Cannella, 2003).

El Consejo de Administración está constituido por un conjunto de individuos, indicados por los propietarios o financiadores de las organizaciones, que tiene la responsabilidad de proponer los objetivos estratégicos, acompañar su ejecución, monitoreando la acción de los ejecutivos. De acuerdo con Jensen y Meckling (1976), la separación propiedad – gestión implica que el principal debe incurrir en costos de agencia para limitar posibles divergencias en cuanto a la

actuación de los ejecutivos (agentes), a ejemplo de los costos necesarios para el monitoreo de sus actividades. Para Fama y Jensen (1983), los problemas de agencia pueden controlarse por medio de sistemas de decisión que separan la gestión del control en los diversos niveles de la organización, sea a través de sistemas jerárquicos de decisión, donde niveles superiores funcionan para ratificación y monitoreo; Consejos de Administración, que además de ratificar y monitorear las decisiones más significativas para la organización, son responsables por la contratación, despido y establecimiento de niveles de remuneración y compensación de los ejecutivos; y estructuras de incentivo que estimulan el monitoreo mutuo entre los agentes; Todos estos mecanismos, no obstante, reducen el beneficio residual disponible al principal.

Este costo de monitoreo y control de la actuación de los agentes o, particularmente, los gestores, también es analizado por Hansmann (2000), quien agrega como asociado a la propiedad también el costo de la decisión colectiva. Estos dos costos que inciden sobre los propietarios para el caso de organizaciones jerárquicas y con propiedad no concentrada se solucionan principalmente por la actuación del Consejo de Administración.

Elegidos por las asambleas de accionistas o acuerdo de grupos de control, los miembros del Consejo de Administración en las empresas representan la interconexión entre los propietarios y los gestores, acompañando de forma más próxima al cotidiano de la empresa. Además de concentrar el interés de grupos dispersos de accionistas, tiene como deber fiduciario buscar el mejor desempeño de la empresa. Sin embargo, su papel no siempre es claro o dotado de suficiente independencia, lo que tiene impacto tanto en su actuación como, obviamente, en las formas de evaluar su contribución. Su contribución legal varía para cada tipo de organización, reflejo de la premisa de los legisladores sobre su papel esperado.

La existencia de un Consejo de Administración u órgano similar para el caso de otras modalidades de organizaciones, como un consejo deliberativo, permite mejorar el ejercicio de la función propiedad, al especializar a aquellos representantes de los propietarios que serán responsables por acompañar la gestión, y reducir el costo de la decisión colectiva, puesto que se atribuye al Consejo mandato de los propietarios para decidir sobre una amplia gama de problemas de la sociedad. Por ser un órgano estructurado y de naturaleza más especializada, dispone de mayor capacidad para resolver sobre los objetivos de la organización y monitorear su ejecución por parte de los gestores, reduciendo los costos de agencia. Otro punto significativo de la actuación de este órgano es que, por tener formación heterogénea, muchas veces con miembros no vinculados a la organización o a los propietarios – o llamados miembros independientes – el Consejo de Administración opera como un efectivo articulador de las demandas y expectativas de los grupos de interés (*stakeholders*) y en la relación de la organización con entidades externas.

La importancia atribuida por los inversores al papel del Consejo de Administración en las empresas con acciones negociadas en los mercados emergentes fue puesta en evidencia por



la consultora McKinsey's, en una encuesta de opinión realizada con sus inversores globales, que mostraron pagar un premio de 20 a 40 por ciento superior por acciones de empresas con Consejos de Administración fuertes (Barton y Wong, 2006).

En un análisis sobre el papel y actividades de los Consejos de Administración, Hung (1998) propuso una tipología para clasificar el comportamiento de este órgano. Evalúa que el Consejo desempeña seis papeles diferentes – de unión, coordinación, control, estratégico, conformidad y apoyo – siendo necesario recurrir a teorías propias para comprender mejor cada uno de estos papeles. Según esta taxonomía, las actividades del Consejo pueden estar sometidas o asociadas a influencias extrínsecas, cuando su papel está orientado por los requisitos de los ambientes externo e interno de la organización, o intrínsecas, cuando este papel está más volcado a la adecuación a las presiones institucionales.

En el ejercicio del papel de unión, el Consejo actúa como elemento de interconexión y relación con otras organizaciones, de las cuales adquiere sus insumos, inclusive tácitos, o vende productos o servicios. Este tipo de papel asume que las organizaciones tienen dependencias mutuas para acceso a recursos raros – financieros, informacionales, especialización, y por ello buscan fortalecer sus interconexiones para regular esta interdependencia. El papel de coordinación del Consejo se manifiesta en el tratamiento de las expectativas de participación e influencia de grupos de interés (*stakeholders*) en las acciones de la organización. En este sentido, el Consejo debe ser capaz de negociar y comprometerse con los grupos de interés, en coherencia con los objetivos internos. El papel de control representa la función clásica asociada al Consejo (de acompañar el comportamiento de los ejecutivos y el desempeño de la organización, desarrollando también la estructura de monitoreo e incentivos, principalmente pecuniarios).

Otra función clásica atribuida al Consejo es la deliberación sobre las definiciones estratégicas de la organización, asociada por Hung (1998) al papel estratégico en su tipología. Cabe destacar que los deberes fiduciarios de los miembros del Consejo exigen que desempeñen una postura activa en la formulación de las estrategias, discutiendo propuestas y planos de gestores y presentando contribuciones significativas, y acompañando su ejecución. La busca de la legitimidad para las acciones realizadas, definida por Meyer y Scott (1983), en el ámbito de la teoría institucional, como el grado de soporte cultural a una organización, parte del principio que las organizaciones son moldeadas por reglas sociales y convenciones que delimitan su forma y las prácticas adoptadas. Al Consejo, en su papel de conformidad, le cabe adecuar la organización a su entorno, para hacer más aceptable, siendo interesante observar que la propia existencia de este Consejo está inserta en esta búsqueda de conformidad.

El sexto papel atribuido por Hung (1998) al Consejo es el papel de soporte, cuando el Consejo adopta una posición más orientada para confirmar las estrategias organizacionales definidas por los gestores (*rubber stamp*), muchas veces un papel poco deseable, pues



caracteriza una debilidad o pasividad en la actuación del Consejo. Este papel, no obstante, se manifiesta muchas veces como resultado de un elevado poder de los gestores, de la poca representatividad de los miembros del Consejo, o incluso por una relación directa de los propietarios con los gestores, relegando el Consejo a un segundo plano.

Este referencial es útil para comprender la actuación del Consejo de Administración en las empresas estatales y elaborar propuestas de mejora.

### 5. Consejo de Administración en las empresas estatales

La importancia del Consejo es refrendada por la OECD en las directrices para *gobemabilidad corporativa* de las empresas estatales, puesto que dedica todo el capítulo VI a las responsabilidades de este órgano en la empresa estatal. Según la orientación o directriz general propuesta en ese capítulo, “los consejos de las empresas estatales deben tener autoridad adecuada, competencia y objetividad suficiente para desempeñar sus funciones de conductores de la estrategia y monitoreo de los gestores. El consejo debe actuar con integridad y ser responsable por sus acciones” (OECD, 2005a:17). Prosigue en su detalle, con las directrices secundarias siguientes:

a) Los miembros de los Consejos de las empresas estatales deben tener mandato claramente designado y la responsabilidad principal sobre el desempeño de la empresa. El Consejo debe ser totalmente responsable por la prestación de cuentas a los propietarios, actuar en el mejor interés de la empresa, y tratar a todos los accionistas de forma ecuánime.

b) El Consejo debe cumplir sus funciones de monitoreo de la administración y conducción estratégica, sujeto a los objetivos determinados por el gobierno y por la entidad propietaria. Deben tener el poder de nombrar y destituir al Director General.

c) Los Consejos de las empresas estatales deben ser destituidos de manera que puedan ejercer juicios objetivos e independientes. La buena práctica exige que la figura del Presidente del Consejo sea diferente del Presidente del Directorio ejecutivo.

d) Si se establece una representación de los trabajadores en el Consejo, deberán desarrollarse mecanismos para garantizar que esta representación sea ejercida efectivamente y contribuya para el mejoramiento de las habilidades del Consejo, con informaciones e independencia.

e) Cuando sea necesario, los Consejos de las empresas estatales deben formar un comité especializado para apoyar al Consejo completo en el desempeño de sus funciones, particularmente en lo que refiere a auditoría, administración de riesgo y remuneración.

f) Los Consejos de las empresas estatales deben ejecutar una evaluación anual sobre su desempeño.

Estas directrices traen diferencias significativas en lo que refiere al papel de ese órgano frente al de organizaciones privadas; su actuación como conductor de las estrategias generales

de la empresa, su independencia, capacitación y formación representan principios generales, así como son pauta común a regir sus obligaciones el monitoreo de los ejecutivos, la competencia de sus miembros, la exigencia de una evaluación anual de su desempeño, la constitución de comités para asuntos específicos, y la separación entre la figura del Presidente del Consejo y del Presidente Ejecutivo.

Específicamente con relación al contexto de las empresas estatales, el documento destaca la exigencia en cuanto a la claridad en las funciones del Consejo y en la función directa del Estado en la propiedad, la importancia de la presencia significativa de miembros externos e independientes, libres de conflictos de interés y preferencialmente reclutados en el sector privado, y reducción de la participación de miembros políticos o vinculados a la propia administración pública, apuntando a limitar la interferencia política. El texto remite también a la indicación e independencia del Consejo. Un principio que atraviesa todo documento de la OECD es el de la independencia de la empresa estatal. Su orientación para los asuntos públicos está dada en el propio momento de creación. Debe tener autonomía para ejecutar sus funciones y ser exigida en cuanto al desempeño y alcance de los objetivos.

Un problema observado con relación a la actuación del Consejo deriva de la participación directa del gobierno con las cuestiones estratégicas de la empresa estatal. Deficiencias en el proceso de indicación de los consejeros pueden inhibir su actuación más efectiva, generando una sumisión a las propias instancias del gobierno, reduciendo su capacidad de decidir en el mejor beneficio de la organización, función principal del Consejo.

Aunque en la empresa estatal la función pública en su actuación sea parte de su esencia, confundir las funciones de la empresa con otras funciones estatales puede ser bastante perjudicial. Como analiza la OECD (2005a), el empleo de estas empresas como instrumentos de política industrial o ejecución de funciones estatales puede resultar en confusión y conflictos de intereses entre esas políticas y funciones de propiedad del Estado. Para la OECD, el gobierno debe disponer de una política de propiedad en la cual se definan claramente los objetivos generales de la propiedad estatal y de la función del Estado en la *governabilidad corporativa* de estas empresas, evitando que objetivos múltiples o contradictorios de la empresa estatal induzcan una conducta pasiva en las funciones de propiedad o en una excesiva intervención en decisiones, incluso operacionales, que deben responsabilidades de la empresa y sus órganos de gobernabilidad. Entre esos objetivos pueden estar, la actuación de la empresa en la corrección de distorsiones de mercado, la búsqueda de lucratividad y política de dividendos, o incluso definiciones de balance entre diferentes impactos (*trade-offs*), por ejemplo, entre el valor de accionistas, servicios públicos y hasta seguridad laboral.

Los problemas derivados de esa separación entre funciones de empresa y funciones de Estado convergen y se potencializan en la actuación del Consejo de Administración. Según directrices generales

de gobernabilidad corporativa, el Consejo de Administración tiene como misión “proteger y valorizar el patrimonio, así como maximizar el retorno de la inversión”, puesto que “los consejeros deben siempre decidir en el mejor interés de la sociedad como un todo, independientemente de la parte que los indicó o eligió” (IBGC, 2004: 18).

Sin embargo, tomando como base las directrices de la OECD para el Consejo, es posible identificar en el contexto de las empresas estatales federales brasileñas, diversas dificultades para la mayor efectividad de ese órgano.

De acuerdo con el Decreto 757, de 1993, el Consejo de Administración de las empresas estatales debe estar formado por un máximo de seis miembros, incluyendo al representante de los accionistas minoritarios, cuando haya, estando el nombramiento de los consejeros sujeto a aprobación del Presidente de la República y, en el caso de las empresas públicas, destituibles *ad nutum* (Brasil, 1993). Para el caso de las sociedades de economía mixta, donde hay participación del capital privado, la ley corporativa (Ley 6.404/1976, Art. 140) establece que los miembros del Consejo de Administración serán electos por la asamblea general y por ella destituibles en cualquier momento. No obstante, por la estructura de propiedad de las empresas estatales, el Estado tiene mayoría en las asambleas, decidiendo, así, sobre la destitución de consejeros.

Estas dos legislaciones aplicadas a las empresas estatales se traducen en una limitación a la actuación más independiente del consejero, subordinando la permanencia de su mandato al alineamiento a las orientaciones gubernamentales. Hay que mencionar que esta dependencia del consejero a las intenciones del accionista controlador no se restringe a la empresa estatal, ocurriendo también en la empresa privada, aunque una migración de las empresas para el denominado Nuevo Mercado de la Bovespa, un listado especial para empresas con buenas prácticas de gobernabilidad corporativa, venga reduciendo esta dependencia del Consejo al exigir la participación de un mínimo de 20% de miembros independientes.

Ciertamente los papeles de orientación estratégica y control son los dos más asociados al Consejo. No obstante, al discutir estas recomendaciones, la propia OECD reconoce que los Consejos de las empresas estatales pueden encontrar dificultades en monitorear la administración, puesto que no siempre tienen la legitimidad o incluso la autoridad para hacerlo. Para ello, una función clave de los Consejos de las empresas estatales debe ser el nombramiento y la destitución de directores ejecutivos, sin que el cual es difícil para los Consejos ejercer totalmente su función de monitoreo y sentirse responsables por el desempeño de las empresas estatales. También en este punto la propia OECD (2005a) observa que, en la mayoría de los países, los Consejos no tiene ese poder de nombrar y destituir ejecutivos.

Monitorear presupone acompañar el desempeño de las metas de la organización, lo que no siempre ocurre con claridad, puesto que la función de propietario del Estado es

desempeñada, en el caso brasileño, por tres diferentes ministerios. Distribución semejante de poder para establecer los objetivos estratégicos de la empresa estatal ocurre también en la mayoría de los países (OECD, 2005a). Sin objetivos claros, la función de monitoreo tiende a quedar vacante, desviándose de un foco estratégico para una actividad más fiscalizadora o de verificación de informes (*rubber stamp*).

Una tentativa de reducir este problema es buscada por el Decreto 6.021, de 2007, que creó la Comisión Interministerial de Gobernabilidad Corporativa y de Administración de Participaciones Societarias de la Unión – CGPAR, con el objetivo de organizar la función de accionista. Compuesto por los ministros del Gabinete, Hacienda y Planeamiento, la Comisión tiene como finalidad tratar las materias relacionadas con la gobernabilidad corporativa en las empresas estatales federales y de las participaciones societarias de la Unión.

Si, por un lado, muchas veces no hay objetivos claros, perjudicando el monitoreo, la falta de poder o legitimidad para punir – o premiar – gestores que no alcanzan el desempeño esperado contribuye para reducir la importancia del Consejo. El Decreto 757 subordina la indicación de miembros del Directorio a la indicación o a la previa aprobación del Presidente de la República. La exigencia de esta indicación presidencial, sujeta, ciertamente, a los acuerdos políticos realizados para la mejor gobernabilidad, retira uno de los más importantes poderes del consejeros, puesto que el gestor se sentirá mucho más obligado a priorizar los objetivos, corresponder a las expectativas, y prestar cuentas directamente a los que lo indicaran, y al Consejo.

La noticia siguiente revela la naturaleza del problema, cuando dos partidos de apoyo al gobierno disputan cargos de dirección en bancos estatales federales:

El PT y el PMDB traban una dura guerra en los bastidores por las vicepresidencias del Banco do Brasil y de la Caixa Econômica Federal, los más favorecidos cargos del segundo escalón del gobierno federal. El cargo más disputado de esta tajada de los bancos estatales es la vicepresidencia de Tecnología. El PMDB quiere el cargo, importa si es en el BB o en la CEF. El PT lucha para retomar el espacio perdido en los bancos desde la CPI (Comisión Parlamentar de Investigación) de los Correos.

El artículo completa más adelante:

De los 11 vicepresidentes de la Caixa, el PT tiene cuatro. Hay otros cuatro nombres que son identificados como técnicos. Entre ellos, el vicepresidente de Activos de Terceros, Wilson Risolia, que asume funciones importantes en el banco desde el gobierno Fernando Henrique Cardoso. (Ribeiro y Borges, 2007)

Cabe destacar que esta situación, de considerar cargos en empresas estatales como regateo político en nombre de una gobernabilidad, no es un problema localizado en el momento actual ni específico de Brasil, discusión que escapa al alcance de este artículo. Es fundamental, para

la construcción de los argumentos para análisis de la actuación de Consejo, reconocer que la acción política, al indicar directamente a los ejecutivos, contribuye a minar la legitimidad del Consejo.

Ocurre también que la mayoría de los miembros de los Consejos de Administración de las empresas estatales está formada por empleados de la administración pública, con vínculos funcionales y jerárquicos. Además de la limitación de la autonomía de estos vínculos imponen a la actividad de los consejeros, se suma la eventual replicación de una relación jerárquica de la administración pública para el interior del Consejo. Así, puede suceder que en un mismo Consejo participen como miembros un ministro y su asesor.

La dificultad de monitoreo de los gestores por parte del Consejo también puede ser aprendida de otra directriz del documento de la OECD, que recomienda que el Estado debe asegurar una estructura reguladora efectiva y legal para empresas de propiedad del Estado. La tercera directriz secundaria dice que las obligaciones y responsabilidades exigidas de las empresas estatales en términos de servicios públicos, además de la normal aceptada generalmente, deben ser claramente determinadas en leyes o reglamentaciones y los costos relacionados cubiertos de forma transparente; En este sentido, es ejemplar el comentario de Reichtsul (2006), ex Presidente de Petrobras, que indica la forma como la empresa encaró la orientación política de transferir la construcción de plataformas de explotación de petróleo de Asia para empresas brasileñas, lo que atrasó en un año el alcance de la autosuficiencia del país en petróleo y resultó en un costo adicional de U\$S 300 millones a la empresa:

Petrobras tiene una meta de autosuficiencia en petróleo que era la de 2005, no 2006. Estamos un año atrasados. ¿Por qué? Porque el gobierno, y no el Estado brasileño, resolvió de forma un poco populista, hacer una plataforma en Brasil. Pero es una forma falsa, porque demoró más de un año y costó U\$S 300 millones más que el precio original. Y atrasó la producción de petróleo. Contra los intereses y la orientación de la propia empresa. Y contra los intereses del accionista, obviamente, y del país también. Pero digamos que en el país la ecuación cerró del punto de vista político. Digamos que el gobierno quisiera pagar ese precio – no debería –, que por lo menos ese precio fuera explícito para todos nosotros, que lo estamos pagando (Reichtsul, 2006: 17).

Recurriendo nuevamente a los análisis de las directrices de la OECD, el documento defiende que los costos relacionados a actividades de políticas sociales y públicas, realizados en nombre del gobierno, sean claramente identificados y adecuadamente compensados por el presupuesto del Estado a base de provisiones específicas legales o mediante mecanismos contractuales. Como se identifica en el documento, esto es importantes para evitar distorsiones de mercado (OECD, 2005a: 20). Para la empresa, esa no separación clara crea una imposibilidad de evaluar su desempeño y, por extensión, su gestión.

Guimarães (2007: 322) defiende que la sustitución del beneficio por otros objetivos en empresas enteramente controladas por el gobierno no tiene mayores consecuencias, desde el punto de vista de la gobernabilidad, fuera de “la pérdida de un criterio simple de medición de la eficiencia productiva de la empresa”. Ese argumento, no obstante, no toma en cuenta que es exactamente esa medida la que permite evaluar la calidad de la gestión, articular políticas de incentivos a los gestores y empleados, especializar la empresa en torno a sus objetivos de creación, además de crear condiciones para su autonomía y funcionamiento del Consejo.

La falta de independencia de la empresa frente al gobierno puede agravarse cuando miembros del Consejo son también ejecutivos o técnicos del ministerio supervisor, responsable por trazar las orientaciones estratégicas de esa empresa. Tal situación puede afectar la objetividad e independencia de su juicio, en el mejor interés de la empresa, y la autonomía de la empresa puede verse reducida. Se puede contra argumentar que estos ejecutivos tiene las mejores condiciones para comprender la empresa y proponer estrategias de actuación. Sin embargo, las políticas públicas del ministerio pueden ser conflictivas con objetivos empresariales de la empresa estatal.

Grandes grupos empresariales estatales brasileños (Eletrobrás, Nuclebrás, Siderbrás, RFFSA y Petrobras) se endeudaron en la década de 1980 para satisfacer imposiciones gubernamentales. Con el desequilibrio de la Balanza de Pagos, las empresas estatales fueron forzadas a realizar operaciones de crédito externas para resolver las necesidades de divisas extranjeras. Según Pagano (1991), este uso político de las empresas estatales debilitó su situación financiera, reduciendo su capacidad de modernización y realización de inversiones para el desarrollo de sus operaciones. En esta situación, un consejero oriundo de un ministerio responsable por administrar las cuentas públicas se vería en conflicto entre proponer a la empresa un objetivo de ampliar el endeudamiento en el exterior, beneficiando al gobierno, o mantener ajustadas sus cuentas y realizar inversiones para mejorar su capacidad operativa, beneficiando la empresa. Sobre este mecanismo de endeudamiento, se puede destacar que representa también un inhibidor a la actuación del Consejo, al hacer poco realistas las informaciones económico financieras y de desempeño de la empresa, y, consecuentemente, la evaluación de la gestión.

Otro problema que afecta la evaluación de resultados de las empresas estatales y por consiguiente la actuación del Consejo, se refiere a las tarifas y precios practicados por esas empresas. La propia Petrobras muchas veces es criticada por absorber variaciones en el precio de los combustibles, lo que si por un lado contribuye para reducir presiones inflacionarias, atendiendo así a una política pública, por otro perjudica los resultados de la empresa y el retorno de sus accionistas minoritarios (Editorial, 2006). En este sentido, una política de reajustes claramente definida y divulgada puede ser un instrumento importante para reducir presiones

políticas y aumentar el compromiso de la empresa con la eficiencia de la gestión, haciendo más claros los resultados. Esta práctica fue desarrollada, por ejemplo, por la paulista SABESP, que creó una fórmula automática para el cálculo de los reajustes tarifarios (Nogueira Filho, 2006).

En la quinta directriz secundaria sobre el Consejo de Administración, la OECD dispone sobre la formación de comités especializados, vinculados a ese órgano, para tratar especialmente de auditoría, administración de riesgo y remuneración. Principalmente en lo que se refiere a la política de remuneración de la empresa, y particularmente de los gestores, es cierto que este es un papel necesario al Consejo. Fama y Jensen (1983) argumentan que los problemas de agencia pueden controlarse, entre otros medios, por el poder del Consejo de Administración de contratar, destituir y establecer los niveles de remuneración y compensación de los ejecutivos, incluso, estructuras de incentivo que fomenten el monitoreo mutuo entre los agentes. Estas propuestas derivan de los presupuestos según las cuales, relacionar la remuneración del agente a los resultados permite alinear los intereses y reducir divergencias, puesto que la recompensa para ambos depende de los resultados alcanzados.

La remuneración de los consejeros de las empresas estatales está fija en el 10% de la remuneración de los gestores, siendo que para estos la Enmienda Constitucional de 19, de 1998, dio mayor libertad en el establecimiento de remuneración al permitir mayor autonomía gerencial, excepto para empresas que dependen de recursos del gobierno para su costeo (Brasil, 1998). Esa Enmienda amplía la autonomía de gestión de la empresa, contribuyendo positivamente para hacer más transparente su gestión, aunque aisladamente no sea suficiente para resguardar el papel del Consejo.

Como último punto sobre los Consejos de las estatales, la OECD se remite a la necesidad de una evaluación anual de su desempeño. Aun presente en la mayoría de los códigos de mejores prácticas de gobernabilidad, y apoyado por las propias empresas, las evaluaciones del Consejo todavía carecen de modelos conceptuales convergentes y, principalmente, adaptados a las características de actuación de las empresas estatales. De acuerdo con el estudio de la propia OECD (2005a) entre los países miembros, es rara la ocurrencia de una evaluación interna sistemática del desempeño del Consejo, informada sólo por tres países, Nueva Zelanda, Polonia y Suecia.

Construir un modelo de evaluación en un contexto en que el Consejo de Administración tenga su capacidad de actuación debilitada, en virtud de las diversas cuestiones anteriormente discutidas puede parecer poco relevante. Puede, no obstante, contra argumentarse que la existencia de un sistema de evaluación, público y transparente, contribuirá para que también los consejeros busquen mayor poder para ejecutar el papel por el cual serán evaluados.

Un conjunto de otros aspectos debería ser también tratado sobre este tema, involucrando disponibilidad de tiempo para el desempeño de las funciones, capacitación específica para la actividad

del consejero, conocimiento de los riesgos inherentes al cargo y contrapartidas de seguridad ofrecidas (a ejemplo de seguro en la modalidad Directors & Officers), mandato definido y seguridad en el retorno a las funciones en la administración pública, y transparencia y exigencia de competencias técnicas en el proceso de selección.

Finalizamos este análisis volviendo a uno de los papeles del Consejo listados por Hung (1998), el de unión. Según la descripción de este papel, el Consejo debe actuar como un elemento de relación con otras organizaciones, para facilitar el acceso a los insumos, su operación o incluso su actuación en los mercados. En un contexto caracterizado por la baja dependencia de las empresas estatales para definir sus presupuestos de inversión y objetivos estratégicos, la unión indica la importancia de la competencia política del consejero, actuando como facilitador del acceso a los canales del gobierno. Desde el punto de vista de los gestores, esta actuación puede superar cualquier expectativa de competencia técnica y, en el límite, reducir la función del consejero a un negociador de la empresa ante el gobierno; este modelo puede producir un ciclo de dependencia de la empresa frente a la administración directa gubernamental o al sistema político, y reducir, esencialmente, el papel estratégico del Consejo de Administración.

## 6. Consideraciones finales

El Consejo de Administración existe para reducir el costo de la decisión colectiva, representar a los propietarios ante los gestores, reduciendo asimetrías de información entre estas partes en la definición de los objetivos y acompañando su ejecución, monitoreando los gestores para asegurar el cumplimiento de los objetivos organizacionales.

El objetivo del artículo fue traer al debate las posibilidades y limitaciones relativas a la contribución de este órgano para mejorar la *gobemabilidad corporativa* de las empresas estatales, considerando la existencia de relación positiva entre la buena gobernabilidad y la eficiencia, efectividad, y transparencia de las empresas.

Tras el intenso movimiento de privatizaciones, ocurrido en gran número de países en las décadas de 1980 e inicios de 1990, esa estructura de propiedad, sustentada por la posibilidad de una mayor intervención del Estado en el dominio económico, todavía representa un modelo de gran influencia económica y social en el mundo.

Sin embargo, la producción académica y los debates sobre el sector parecen reducirse cada año, no acompañando una tendencia de fortalecimiento de las estatales restantes; en el caso de Brasil, una observación no sistemática de la producción académica de las principales revistas y congresos que tratan de la administración pública, parece indicar una ocurrencia cada vez menor de discusiones sobre el tema o, cuando se estudia, con análisis limitados a las funciones empresariales. Una sistematización de esta observación queda registrada como sugerencia para futuros estudios, ampliando el enfoque para el espacio continental.



Este artículo buscó discutir el Consejo de Administración no como instrumento aislado, sino como elemento constituyente de una estructura de gobernabilidad más amplia, que involucra un conjunto de partes con responsabilidades diferentes, como el gobierno y los ejecutivos de la empresa estatal. A partir de las propuestas de la OECD, buscamos profundizar un análisis del capítulo que presentaba recomendaciones específicamente para el Consejo y, basado en la realidad brasileña, verificar las condiciones necesarias para mejorar la efectividad de ese órgano, indicado como el componente más importante de la *gobemabilidad corporativa*.

La *gobemabilidad corporativa* no puede ser entendida como un modismo más, tampoco como una solución para problemas funcionales o de mercado. La *gobemabilidad corporativa* apunta a tratar las relaciones entre propietarios y gestores, disciplinando el espacio de actuación y responsabilidad de cada uno. Como se vio en el texto, a medida que la atención de los propietarios con las empresas se vuelve dispersa, es fundamental la presencia del Consejo de Administración para mantener la orientación del propietario en el negocio. Más que eso, es ese órgano el que asegura la necesaria autonomía de la empresa para que siga sus objetivos, permitiendo que los ejecutivos y especialistas usen al máximo su competencia para el bien de la actividad empresarial. Es el Consejo que mantiene el equilibrio entre una actuación pasiva de los propietarios y una intromisión en las cuestiones operacionales.

En el caso de las empresas estatales, propuestas anteriores utilizadas para tratar la autonomía empresarial tuvieron como ejemplo más significativo los contratos de gestión. Aunque todavía se utilice y se estudie, el contrato de gestión puede ser inadecuado para calibrar los objetivos de la empresa y con relación a la capacidad de *enforcement* de los términos contractuales frente a un ambiente dinámico. Al contrario, la gobernabilidad corporativa dispone de una estructura conceptual e instrumental más amplia para tratar estos temas. Creando condiciones *ex-ante* para encarar los cambios ambientales, a ejemplo del propio Consejo de Administración, la *gobemabilidad corporativa* asegura a la empresa la flexibilidad necesaria para aprovechar al máximo las oportunidades surgidas.

Así como en el sector privado, directrices de gobernabilidad vienen siendo utilizadas para inducir comportamientos en los participantes del mercado, como sucedió en el Nuevo Mercado brasileño, la presentación de un conjunto de mejores prácticas de gobernabilidad para empresa estatal puede ayudar al gobierno a establecer un mecanismo de pasaje, concediendo mayor autonomía a las empresas que consigan implantar un número adecuado de esas prácticas, flexibilizando controles, presupuestos, políticas de personas y otros. Esta propuesta no es nueva, y está incluida en la Constitución Federal brasileña, a partir de la Enmienda 19, de 1998, vinculando esta autonomía a un contrato de gestión. La idea sería avanzar para un instrumento más dinámico, representado por la *gobemabilidad corporativa*.

Tanto para el minoritario en la sociedad de economía mixta o para el propio Estado en el caso de las empresas públicas, esta flexibilidad permitiría evaluar más claramente la eficiencia

de la gestión, su capacidad de desempeñar su misión estatutaria, y cotejar su contribución frente a otros modelos de acción estatal.

Como cualquier otra empresa, las estatales enfrentan problemas similares para tratar los problemas de agencia y el proceso de decisión de los propietarios. Los mecanismos de control externo e interno, aun limitados en empresas de capital cerrado, pueden ser de gran utilidad para mejorar las actuaciones de las empresas estatales. La transparencia de las informaciones, por excelencia, representa un instrumento poderoso de *accountability*, permitiendo a la sociedad evaluar la actuación, no sólo de la empresa sino de todo el Estado. Y ciertamente un Consejo de Administración fuerte, independiente, y capaz de desempeñar su función plenamente, tiene un papel esencial.

## Referências Bibliográficas

- Agrawal, A. y C. Knoeber. 1996. Firm performance and mechanisms to control agency problems between managers and shareholders. *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 31 (3): 377-397.
- Akerlof, G. 1970. The Market for "Lemons": Quality Uncertainty and the Market Mechanism. *Quarterly Journal of Economics*, 84 (3): 488-500.
- Barret, P. 1997. Corporate governance and accountability for performance. Trabajo presentado en *IPAA and ASCPA Seminar*: 26 de agosto de 1997, Canberra, Australia. Disponible en [http://www.anao.gov.au/uploads/documents/Corporate\\_Governance\\_and\\_Accountability\\_for\\_Performance.pdf](http://www.anao.gov.au/uploads/documents/Corporate_Governance_and_Accountability_for_Performance.pdf) [14-3-2006]
- Barton, D. y S.C.Y. Wong. 2006. Improving board performance in emerging markets. *McKinsey Quarterly* 1: 74-83.
- Boardman, A. y R. Viningaidan. 1989. Ownership and Performance in Competitive Environments: A Comparison of the Performance of Private, Mixed, and State-Owned Enterprises. *Journal of Law and Economics* 32 (1): 1-33.
- Bozec, R., G. Breton y L. Côté. 2002. The Performance of *State-Owned* Enterprises Revisited. 18 (4): 383-407.
- Bradley, M., C. Schipani, K. Sundaram y J. Walsh. 1999. The purposes and accountability of the corporation in contemporary society: corporate governance at a crossroads. *Law and Contemporary Problems* 62 (3): 10-86.
- Brasil. 1967. Decreto-Lei nº 200, de 25 de fevereiro de 1967. Dispõe sobre a organização da Administração Federal, estabelece diretrizes para a Reforma Administrativa e dá outras providências.
- . 1976. Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976 (Versão consolidada até 01/11/01). Dispõe sobre as Sociedades por Ações.
- . 1993. Decreto nº 757, de 19 de fevereiro de 1993. Dispõe sobre a composição das Diretorias e dos Conselhos de Administração, Fiscal e Curador das entidades estatais que menciona.
- . 1998. Ementa Constitucional Nº 19, de 4 de junho de 1998. Modifica o regime e dispõe sobre princípios e normas da Administração Pública, servidores e agentes políticos, controle de despesas e finanças públicas e custeio de atividades a cargo do Distrito Federal, e dá outras providências.
- . 2007. Decreto . Cria a Comissão Interministerial de Governança Corporativa e de Administração de Participações Societárias da União - CGPAR, e dá outras providências.
- Carvalho, A. 2002. . *Revista de Administração* 37 (3): 19-32.
- Committee on the Financial Aspects of Corporate Governance. 1992. *Report of the Committee on the financial aspects of corporate governance*. London: Gee And Co. Ltd.
- Composição Acionária VALE. 2008. Composição Acionária Abril 2008. Disponible en <http://www.vale.com/vale/cgi/cgilua.exe/sys/start.htm?sid=99> [1-5-2008].
- Daily, C., Dalton, D. Cannella Jr. y A. Albert. 2003. Corporate governance: decades of dialogue and data. *Academy of Management Review* 28 (3): 371-382.

- Dewenter, K. y P. Malestra. 2001. State-Owned and Privately Owned Firms: An Empirical Analysis of Profitability, Leverage, and Labor Intensity. *The American Economic Review* 91 (1): 320-334.
- Editorial. 2006. O novo aumento dos combustíveis. *Gazeta Mercantil (Brasil)*, 17 de agosto de 2006. Disponível em <<http://clipping.planejamento.gov.br/>> [10-4-2008]
- Fama E.F. y M.C. Jensen. 1983. Agency Problems and Residual Claims. *Journal of Law and Economics* 26 (2): 327-349.
- Fitch, T.P. 1997. *Dictionary of banking terms*. Barron's: Hauppauge.
- Fontes Filho, J.R. 1996. Administração em bancos estatais e privados: um estudo comparado. Trabajo presentado en *XX Encontro Nacional de Pós-Graduação em Administração – ENANPAD*, 1996, Angra dos Reis, Brasil.
- Guimarães, E. 2007. Governança corporativa e a empresa estatal: o caso do Banco do Brasil. En *Mercado de capitais e bancos públicos: análise e experiências comparadas*, editado por A.C. Pinheiro y L. C. Oliveira Filho. Rio de Janeiro: Contra Capa Livraria.
- Hansmann, H. 2000. *The ownership of enterprise*. Cambridge: Harvard University Press.
- Hung, H. 1998. *Corporate Governance: An International Review* 6 (2): 101-111.
- IBGC – Instituto Brasileiro de Governança Corporativa. 2004. *Código das Melhores Práticas de Governança Corporativa. 3ª. Versão, 2004*. Disponible en <<http://www.ibgc.org.br/libConteudo.asp?IDArea=3> [23-3-2008]
- ICI Statistics & Research. 2008. Money Market Mutual Fund Assets. Disponible en [http://www.ici.org/stats/latest/mm\\_04\\_17\\_08.html#TopOfPage](http://www.ici.org/stats/latest/mm_04_17_08.html#TopOfPage) [17-4-2008]
- Impavido, G. 2002. On the Governance of Public Pension Fund Management. *World Bank Policy Research Working Paper* 2878. New York: World Bank
- Jensen, M., y W. Meckling. 1976. Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics* 3 (4): 305-360.
- La Porta, R., F. Lopez-De-Silanes, y A. Shleifer. 1998. Law and finance. *Journal of Political Economy* 106 (6): 1113-1155.
- La Porta, R. y F. Lopez-De-Silanes. 1999. Corporate ownership around the world. *Journal of Finance* 54 (2): 471-517.
- Leall, R. P. C. 2004. Governance practices and corporate value – a recent literature survey. *Revista de Administração da USP* 39 (4): 327-337.
- McCraw, T.K. 1998. *Alfred Chandler: ensaios para uma teoria histórica da grande empresa*. Rio de Janeiro: Editora FGV.
- Meyer, J. W. y B. Rowan. 1977. Institutionalized organizations: formal structure as myth and ceremony. *American Journal of Sociology* 83 (2): 340-363.
- Nilakant, V. y H. Rao. 1994. Agency theory and uncertainty in organizations: an evaluation. *Organization Studies* 15 (5): 649-672.
- Nogueira Filho, D. 2006. Participação em debate público. En *III Encontro – Importância e Gargalos da Governança Corporativa nas Empresas Estatais*: 22-29.
- Noavaes, A. 2005. Mercado de capitais: lições da experiência internacional. En *Mercado de*

*capitais e crescimento econômico: lições internacionais, desafios brasileiros*, editado por Bacha, E. L. y L.C. Oliveira Filho. São Paulo: Contra Capa Livraria.

OECD - Organisation for Economic Co-operation and Development. 2004. *Draft comparative report on corporate governance of state-owned assets*. Mimeo.

----- . 2005a. *OECD Guidelines on Corporate Governance of State-Owned Enterprises*. Paris: OECD.

----- . 2005b. *Corporate Governance of State-Owned Enterprises: A Survey of OECD Countries*. Paris: OECD.

Pagano, L. 1991. *Endividamento externo das empresas estatais: o setor produtivo estatal durante o período 1980-1985*. Tesis (Maestría em Administração) – Escola de Administração de Empresas de São Paulo, Fundação Getulio Vargas. São Paulo

Reichstul, H.P. 2006. Participação em debate público. *Debate Público FGV/GVLAW1*: 12-17.

Ribeiro, A. y A. Borges. 2007. PT e PMDB disputam cargos em bancos estatais. Valor Econômico (Brasil), 11 de abril de 2007: A7.

Robinett, D. 2006. *Held by the visible hand: the challenge of State-Owned Enterprise Corporate Governance for emerging markets*. Sin ciudad: The World Bank Corporate Governance Department.

Sanz, L. y P. Marín de Holán. 2004. Reconquistando a confiança de acionistas minoritários. *Harvard Business Review América Latina* 82 (11) 36-41.

Scaletsky, E. 2008. Governança Corporativa e a Empresa Estatal Federal. Presentación realizada en la Fundação Getulio Vargas, 5 de marzo de 2008, Rio de Janeiro, Brasil.

Shleifer, A. 1998. State versus private ownership. *Journal of Economic Perspectives* 2 (4): 133-150.

Shleifer, A. y R. Vishny. 1997. A survey of corporate governance. *The Journal of Finance* LI (2): 737-783.

Van den Berghe, L.A.A. y T. 2005. The Monitoring Role of the Board: one approach does not fit all. 13 (5): 680 – 690.

Whincop, M.J. 2002. Another Side of Accountability: The Fiduciary Concept and Rent-seeking in Government Corporations. *University of New South Wales Law Journal* 25: 379-405.

Joaquim Fontes Filho es Professor de la Escuela Brasileira de Administração Pública e de Empresas da Fundação Getulio Vargas, no Rio de Janeiro – FGV/EBAPE. Doctor y Maestro en Administración por la FGV, se especializa en gobernanza corporativa, especialmente en lo que respecta a fondos de pensión. Coautor de *Governança corporativa aplicada ao contexto empresarial brasileiro* (Papel Virtual, 2004), recientemente ha publicado *Planejamento estratégico da pequena e média empresa: aplicações no setor turístico* (Publit, 2006)

E-mail: Joaquim.rubens@fgv.br