

La mejora del gobierno corporativo: algunas reflexiones desde la crisis financiera

JORDI CANALS
IESE

Resumen

La actual crisis financiera ha puesto en entredicho el funcionamiento de las economías de mercado y de los mercados financieros. Desde la óptica de esta crisis, el artículo pretende replantear algunas nociones del gobierno corporativo. La primera es que la crisis tiene algunas de sus raíces en negligencias importantes en el gobierno de la empresa. Por tanto, mejoras en el gobierno corporativo —por ejemplo, en la gestión de riesgo o en la mejor supervisión de decisiones de diversificación empresarial— hubieran podido limitar el impacto negativo de la crisis en las empresas. La segunda es que la mejora del gobierno corporativo no consiste sólo en completar el modelo de regulación, sino en una nueva noción de la función de la empresa, un concepto más integrador del gobierno corporativo y una mejor articulación de los órganos de gobierno de la empresa —el consejo de administración y el primer ejecutivo con su comité de dirección—, cuyo trabajo debería orientarse a la proyección de la empresa a largo plazo.

Palabras clave

Gobierno corporativo, órganos de gobierno, empresa, consejo de administración.

Abstract

The current financial crisis has compromised the performance of markets' economies and financial markets. From this crisis' point of view, the paper aims to reframe some notions of the corporative government. The first one is that the crisis has some of its roots in important negligence in the company's government. Consequently, upgrades in the corporative government (for instance, in risk management or in a better supervision of decisions in business diversification) could have restricted the negative impact of the crisis on the companies.

The second one is that the improvement of the corporative government does not consist exclusively of completing the regulation model, but of a new notion of the company's function, a more integrating concept of the corporative government and a better articulation of the company's governing bodies (the board of trustees and the first executive with its steering committee) whose work should, in the long run, head out to the company's projection.

Keywords

Corporative government, governing bodies, company, board of trustees.

1. Nuevos problemas de gobierno corporativo

El estallido de la burbuja tecnológica a comienzos del año 2000 desencadenó una reflexión sobre la necesaria reinención del gobierno de la empresa. Los escándalos corporativos asociados a los excesos financieros de la década de 1990 provocaron una fuerte reacción de los gobiernos y de la opinión pública, e impulsaron numerosas iniciativas orientadas a plantear mejoras en el gobierno corporativo.

La medida más conocida fue la Sarbanes-Oxley Act, aprobada por el Congreso norteamericano en el año 2002. Esta disposición legal establecía, entre otras cuestiones, una mayor responsabilidad legal de los primeros ejecutivos y de los directores financieros en la certificación de las cuentas anuales de las empresas, sanciones penales más severas para los delitos cometidos por altos directivos, y una definición más rigurosa de los conflictos de interés para los miembros del consejo de administración. Otros

países no fueron tan lejos como Estados Unidos al promover una reforma de sus modelos de gobierno corporativo, pero muchos de ellos adoptaron nuevas pautas que debían contribuir a mejorar el gobierno de la empresa.¹

Sin embargo, pronto se comprobaría que aquellas medidas resultaban insuficientes. Algunos casos recientes muestran el fracaso de algunos de aquellos esfuerzos.

La retribución de consejeros y primeros ejecutivos. El problema del crecimiento de la retribución de los altos directivos ha explotado durante los últimos años en muchas empresas, particularmente en Estados Unidos. El fenómeno ha sido más llamativo en empresas que cotizan en bolsa y cuyos ejecutivos tienen contratos que vinculan su remuneración variable en función del comportamiento del precio de la acción de la empresa, normalmente a corto plazo. Este problema es particularmente agudo en la banca de inversión.

Después de la masiva intervención de la Reserva Federal en otoño de 2008 para rescatar el sector bancario de su peor crisis desde la gran depresión de la década de 1930, el gobierno norteamericano tomó una participación en el capital de la mayoría de los principales bancos. Esta medida sin precedentes pretendía no sólo inyectar fondos necesarios para recapitalizar los bancos, sino también enviar una inequívoca señal de confianza a los inversores y accionistas de la banca ante el elevado riesgo de insolvencia de algunas de aquellas entidades. Junto con esa masiva intervención pública, el gobierno estableció unas limitaciones a la remuneración de los ejecutivos y consejeros de los bancos. Se pretendía así que, después de la inyección de fondos públicos, los bancos beneficiarios congelarían o reducirían los sueldos o los complementos variables de altos ejecutivos, considerados excesivos.

En julio de 2009 el fiscal del Estado de Nueva York dio a conocer las remuneraciones a altos directivos pagadas por los bancos norteamericanos en 2008. Todos aquellos bancos habían recibido ayudas públicas. En medio de un notable clima de exasperación hacia la banca de inversión, la opinión pública, los inversores y los reguladores se cuestionaban hasta qué punto era lícito seguir pagando sueldos muy elevados a altos ejecutivos de entidades que habían recibido ayudas públicas. Los principales argumentos utilizados para defender aquellos pagos eran la necesidad de cumplir las

1. Entre otros, conviene destacar el informe Higgs (2003) en Gran Bretaña, el informe Bouton (2002) en Francia, el informe Cromme (2002) en Alemania y el informe Aldama (2003) en España. En estos informes se evita proponer prescripciones formales para el gobierno corporativo, se alienta a la transparencia informativa y se suele adoptar el principio de *comply or explain*, propia del modelo de gobierno corporativo británico.

obligaciones contractuales que se habían pactado, y la retención de los buenos profesionales en un sector muy competitivo, para lo cual, argumentan algunos, es necesario remunerarles adecuadamente para evitar la fuga de talento.

Sin embargo, y más allá de la disputa legal, los consejos de administración de los bancos de inversión siguen teniendo pendiente una respuesta a una cuestión importante: cómo mejorar el sistema de compensación de directivos, de modo que no se incentive la asunción de riesgos excesivos que conviertan al banco en un *hedge fund* y puedan poner en peligro su supervivencia.

La alta dirección y la gestión del riesgo. Uno de los retos principales de la dirección de las empresas en la etapa de creciente globalización de la actividad económica que vivimos a comienzos del siglo XXI es la adecuada gestión del riesgo. En mercados domésticos y con entornos cerrados, el conocimiento explícito o implícito de clientes, mercados o productos suele ser suficiente. En una economía abierta, con inversiones y clientes en distintos continentes, y recursos financieros procedentes de diversos países, la gestión del riesgo es más compleja, por lo que resulta imprescindible plantear mejores mecanismos internos en las empresas que ayuden a esta gestión.

En el sector bancario este riesgo es aún superior por diversas razones: el nivel de deuda de los bancos sobre sus recursos propios es mayor —por la propia naturaleza del negocio bancario—, y el nivel de riesgo de los deudores se dispara con el rápido crecimiento y la innovación financiera. En particular, la titulización y la transferencia de riesgos a terceros han convertido la gestión de riesgos en un aspecto central de la buena gestión de las entidades financieras. Sin embargo, a comienzos de esta década, cuando la necesidad de mejorar la calidad de la gestión crediticia era mayor por las razones descritas, la calidad de la supervisión empeoró considerablemente.

El Royal Bank of Scotland, uno de los bancos europeos que más rápidamente había crecido durante las últimas dos décadas, hasta convertirse el segundo banco en Europa por volumen de activos y capitalización bursátil —sólo por detrás de HSBC—, ofrece un caso relevador. En 2008 el banco escocés experimentó unas pérdidas extraordinarias y tuvo que ser rescatado por el gobierno británico, que procedió a una inyección de capital público para absorber pérdidas y recapitalizar la entidad, y forzó la salida de Fred Goodwin, el consejero delegado del banco que había impulsado un crecimiento explosivo de la entidad, pero con pies de barro. ¿Cómo explicar la implosión de uno de los gigantes de la banca europea en un

período tan breve de tiempo? Tett (2009) recoge las impresiones de uno de los expertos en gestión de riesgos que abandonó el banco antes del estallido de la crisis. Según su testimonio, las señales de alerta que los gestores de riesgo enviaban al comité de dirección no eran tenidas en consideración: «Empecé a decir las cosas de manera amable... pero nadie quería escuchar». «(El motivo de este comportamiento era) un cierto pensamiento colectivo dominante sobre la gestión de aquella situación... la presión del corto plazo, así como una completa falta de comprensión acerca del funcionamiento de los modelos de gestión de riesgo» (para un planteamiento más exhaustivo sobre esta cuestión, véase Canals [2008]).

Las consecuencias de esta deficiente gestión son numerosas. Bancos como Royal Bank of Scotland han acumulado pérdidas enormes, el sector público se ha convertido en su accionista principal y, lo que es peor, su reputación ha caído por los suelos. Para el conjunto del sector bancario, el Banco de Inglaterra estimó en marzo de 2009 que las pérdidas del sector derivadas del ajuste necesario de los activos a su valor de mercado se estimaban en tres mil billones de dólares.

El papel de los accionistas y los consejos de administración. El nacimiento de la empresa contemporánea fue una de las grandes innovaciones del siglo xx. Este desarrollo fue posible, en parte, gracias a la aparición de la dirección de empresas como una profesión con un contenido específico² que permitió la organización de la fabricación y la aplicación de la tecnología a gran escala, e impulsó la emergencia de las grandes empresas del siglo xx (Chandler [1990] describe el crecimiento de algunas de las principales empresas del siglo xx y sitúa en su contexto el papel de los directivos en este proceso).

Hasta finales de la década de 1980 los altos directivos tenían un papel discreto pero respetado. Sin embargo, la emergencia del directivo carismático (Khurana, 2002) a finales de la década de 1980, asociada en buena parte al creciente dominio del paradigma de la maximización del valor para el accionista como criterio de gestión, cambió aquella percepción. La vinculación de la compensación de los altos directivos con el comportamiento de las acciones en bolsa no sólo provocó un problema de sueldos y complementos ejecutivos desmesurados, sino también una excesiva preocupación de la alta dirección por el precio de la acción en bolsa. Esta preocupación condujo en muchos casos a centrar la gestión de la empresa en la maximización de

2. Sobre la emergencia y la relevancia de la dirección de empresas en el crecimiento de las organizaciones, puede verse Chandler (1977). Khurana (2007) describe con detalle el nacimiento y evolución de la dirección de empresas como profesión con contenido específico.

su valor en el mercado de capitales. Más allá de las dificultades para hacer operativo este criterio de maximización en el contexto de la gestión empresarial (Pérez López [1993] describe la limitación operativa de este criterio de gestión. March [1994] y Simon [1947] prefieren, por la misma razón, hablar de objetivos económicos satisfactorios o suficientes [*satisficing*]), la reorientación de la gestión de la empresa hacia la maximización del valor para el accionista ha producido, precisamente, el efecto contrario al esperado. Los accionistas, en lugar de confiar más en los altos directivos a quienes, supuestamente, habían «comprometido» en un proyecto empresarial mediante el uso de incentivos económicos, empezaron a desconfiar de los primeros ejecutivos, hasta extremos insólitos.

El activismo de algunos accionistas y su interés por controlar a los primeros ejecutivos durante los últimos años ha crecido de manera significativa. El abuso de los derechos de algunos accionistas minoritarios o la insensatez en la aplicación de los mecanismos de retribución directiva asociados al valor de las acciones han sido motivos principales.

Un caso concreto es la contrariedad que sufrió Shell, una de las mayores empresas europeas, en su junta general de accionistas celebrada en mayo de 2009, cuando el consejo de administración presentó a los accionistas el informe de las remuneraciones de la alta dirección. De manera inesperada, un accionista activista logró que el 59% de los votos representados en la junta votaran en contra del informe de retribución presentado por el consejo. El motivo era el pago de un complemento de 4,2 millones de euros a cinco altos directivos. Los accionistas consideraron que, al no haber cumplido los objetivos previstos, los directivos no tenían derecho a percibir aquella remuneración. A pesar de que el voto de los accionistas no era vinculante para la toma de aquella decisión, la reprobación de la decisión del consejo era clara y la reputación tanto de la alta dirección como de la propia empresa quedó en entredicho.

Los casos descritos anteriormente ponen de manifiesto, al menos, dos dimensiones importantes del gobierno corporativo y de la gestión de las empresas en el momento actual. La primera es que las medidas sugeridas y las pautas propuestas para la mejora del gobierno de la empresa a comienzos de esta década no han ayudado a prevenir nuevas crisis corporativas. La segunda es que la regulación legal, tal y como la ha aplicado el gobierno norteamericano, tampoco ha sido suficiente para frenar la crisis financiera actual y las crisis empresariales a ella asociadas; evidentemente, tampoco ha sido decisiva para ayudar a las empresas a su proyección a largo plazo.

Si las medidas legales adoptadas no han ayudado a mejorar el gobierno corporativo, ¿cuál debería ser la política a seguir? ¿Es necesario adoptar

normas que regulen el gobierno corporativo de modo coercitivo? Sin perjuicio de considerar algunos mecanismos legales que puedan ayudar a evitar delitos o abusos de derechos de accionistas minoritarios, en este trabajo argumentamos que las crisis corporativas recientes están relacionadas con tres factores íntimamente conectados: una noción estrictamente financiera de la empresa que resulta limitada y, en algunos casos, perjudicial para su desarrollo a largo plazo y para los propios accionistas; una noción del gobierno corporativo que entiende que su cometido central es equilibrar los poderes de los ejecutivos, para lo cual diseña mecanismos legales y formales —en algún caso convenientes—, pero insuficientes para el buen gobierno de la empresa, y una noción de las tareas y responsabilidades de la alta dirección de la empresa que van más allá de la maximización del valor de la empresa en el mercado o del logro de ciertos objetivos económicos. Trataremos a continuación sobre estas cuestiones

2. Noción y misión de la empresa

El paradigma dominante de la empresa y sus objetivos es el formulado por la teoría económica clásica. La empresa es una institución mercantil y su finalidad es la maximización del beneficio. Los directivos deben contribuir a lograr esta meta. Friedman (1970) sostiene que la primera responsabilidad de cualquier empresa es aumentar sus beneficios. Esta visión de la empresa fundamentada en una perspectiva exclusivamente económica es incompleta e incorrecta. La empresa tiene una dimensión económica, pero en ella intervienen principalmente personas que interaccionan con otras personas, para las cuales la perspectiva económica es muy importante, pero en muchos casos no es la única ni la dominante.

La dificultad de convertir el objetivo de maximizar beneficios en una regla operativa condujo a una reformulación del objetivo de la empresa, realizada desde la teoría financiera. La maximización del valor para el accionista se convirtió en el objetivo último de una empresa y en el criterio central de las decisiones de los altos directivos (Jensen, 2000). La hipótesis subyacente en este objetivo es la eficiencia de los mercados, cualidad de que lleva a los intermediarios financieros e inversores a suponer que todas las informaciones conocidas están recogidas en el precio de la acción. Cualquier decisión empresarial, por tanto, será incorporada y descontada en el precio de la acción en el mercado. Sin embargo, esta hipótesis de trabajo se ha desmoronado con motivo de la reciente crisis financiera. Los mercados no son eficientes, no descuentan la información disponible y, en

ocasiones, los comportamientos de los inversores los convierten en plataformas que tienden a la creación de burbujas.

Es importante destacar que la empresa tiene una dimensión económica clara y que la obtención de un beneficio debe ser uno de los objetivos de la empresa. Sin embargo, es necesario rescatar la empresa de la lógica exclusivamente económica³ que la ha moldeado durante las últimas décadas, e interpretarla en un contexto sociológico y antropológico más amplio. En este sentido, un buen modelo de empresa debe reflejar esta realidad; de lo contrario, la empresa se empobrece y la reputación de que puede gozar en la sociedad se acaba devaluando.

Una visión más amplia debe contemplar la empresa como un grupo de personas que, trabajando conjuntamente, ofrece productos y servicios para los clientes, crea en este proceso valor económico, procura promover la dignidad y desarrollo de las personas que en ella trabajan, y respeta las leyes y el entorno en el que desarrolla su actividad (esta definición de la empresa ha sido planteada en Canals [2008]). La dimensión económica de la empresa está presente en esta concepción: una empresa debe actuar del modo más eficiente posible y generar beneficios. Sin embargo, esta condición necesaria no agota su misión, que comprende primariamente el servicio que ofrece a sus clientes —razón de ser de la empresa—; al mismo tiempo, una empresa debe promover el desarrollo de quienes en ellas trabajan, sin los cuales el servicio a los clientes sería imposible.

La empresa como proyecto de un grupo de personas se desarrolla en el ámbito más amplio de la sociedad. Como corresponde a cualquier organización social, la empresa debe contribuir al logro del bien común de la sociedad. Su contribución debe proceder, lógicamente, de aquellas competencias que le resultan propias, es decir, la producción eficiente de bienes y servicios, y la generación de valor económico en el proceso. La eficiencia económica está incluida en la misión de la empresa y en su contribución a la sociedad. Pero esta variable económica no posee un carácter exclusivo. Es una condición necesaria, aunque no suficiente, para el desarrollo de la empresa a largo plazo. La empresa posee un elemento diferencial: la oferta eficiente de bienes y servicios y la creación de valor económico en este proceso. Puede haber en la sociedad otras organizaciones que también se apoyan en el trabajo de personas, que atienden ciertas necesidades y pres-

3. La visión economicista de la empresa y las limitaciones de sus modelos conceptuales y del propio lenguaje utilizado han sido criticadas, entre otros, por Ghoshal (2005), Ferraro, Pfeffer y Sutton (2005) y Rosanas (2009).

tan un indudable servicio a la sociedad, pero ninguna de ellas cualificaría como empresa ni cumpliría la función social de la empresa.

El concepto de empresa que proponemos posee unos elementos centrales (véase figura 1): un grupo de personas que colaboran libremente; el servicio a clientes mediante la producción de bienes y servicios útiles; la eficiencia económica en sus actividades que permite la generación de beneficios; el desarrollo profesional y personal de quienes trabajan en la empresa; finalmente, unas contribuciones a la sociedad, en primer lugar, a partir de la misión específica de la empresa que hemos descrito, y que pueden ir, incluso, más allá según las circunstancias.

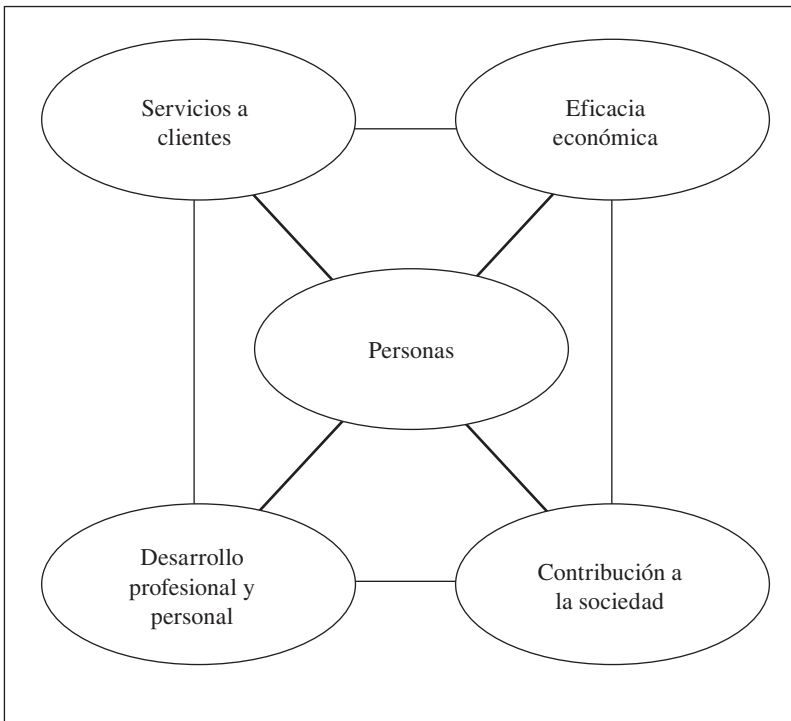


Figura 1: Pilares de una noción de la empresa.

Frente a esta noción más amplia de la empresa, una empresa que sólo pretendiera maximizar los beneficios o su valor de mercado acabaría perdiendo atractivo para algunos clientes y profesionales. La reciente crisis financiera muestra que una empresa centrada exclusivamente en la dimen-

sión económica es una organización con pilares muy débiles cuando uno de sus objetivos —la eficacia económica— no se alcanza a corto plazo. Las recientes crisis corporativas de organizaciones emblemáticas, como Royal Bank of Scotland, Shell o General Motors, nos recuerdan aquella debilidad. Puede parecer que una empresa que pretende incorporar un conjunto más amplio de objetivos tiene un reto más difícil que una empresa que sólo pretende maximizar beneficios. Pero esto es sólo una apariencia a corto plazo. Las empresas que no cuidan aquellas dimensiones tampoco podrán lograr beneficios sostenibles a largo plazo.

Esta noción de la empresa no es sólo teórica. La vida empresarial muestra algunas experiencias de interés (para un planteamiento más exhaustivo sobre esta cuestión, véase Canals [2008]). Bill George, antiguo presidente y consejero delegado de Medtronic, una exitosa empresa norteamericana fabricante de equipos de diagnóstico médico, es uno de los primeros ejecutivos más activos en defender una noción más amplia de la empresa, similar a la que acabamos de describir. George (2003) explica que una empresa es una institución que debe tener una misión que cumplir en la sociedad. Esta misión se justifica con la producción y distribución de bienes y servicios a clientes, para lo cual debe contratar, formar, desarrollar y remunerar adecuadamente a sus empleados. Clientes y empleados deben ocupar un espacio principal en la atención del primer ejecutivo. Por consiguiente, en una empresa los accionistas vienen en tercer lugar, después de los clientes y los empleados. George argumenta que la alta dirección de la empresa tiene la obligación de atender adecuadamente las necesidades de todos sus miembros, no solamente de los accionistas, y en consecuencia, concluye que la hipótesis de la creación de valor para el accionista como criterio de central de la empresa resulta insuficiente.

3. Gobierno corporativo: más allá del equilibrio de poderes

La rotación de los primeros ejecutivos en las empresas cotizadas en Estados Unidos ha aumentado considerablemente durante los últimos años (Hambrick, 2006). El período medio de permanencia de un primer ejecutivo en este cargo ha disminuido drásticamente durante la última década. Esta observación genera algunas reflexiones. La primera es si ciertos paradigmas dominantes, como la primacía de la creación de valor para el accionista, la identificación de la empresa como una organización con fines exclusivamente económicos y la remuneración de la alta dirección de acuerdo

con aquellos objetivos, han contribuido a que los primeros ejecutivos tengan mandatos más cortos que en el pasado. Lógicamente, conviene distinguir si el abandono es voluntario o viene forzado por el consejo de administración.

La segunda reflexión muestra la presión inusual que una organización compleja como es una empresa experimenta al tener que enfrentarse a una rotación tan frecuente de los primeros ejecutivos. En algún caso, la rotación puede ser conveniente. Sin embargo, esta elevada rotación impide que la alta dirección se implique seriamente en la toma de decisiones orientadas a la proyección de la empresa a largo plazo.

La reducción de la duración del mandato del primer ejecutivo en las empresas norteamericanas puede ser considerada como una manifestación directa del enfrentamiento entre accionistas, consejos de administración y primeros ejecutivos. Hasta la década de 1980 la empresa era una institución estable, en buena parte, porque los mercados financieros tenían una influencia menor en la vida de la empresa y las distorsiones derivadas de la búsqueda de un mayor precio de las acciones no habían comenzado.

De acuerdo con la teoría clásica de separación de la propiedad y la gestión de la empresa (Berle y Means, 1933), los accionistas delegan en el consejo la supervisión del primer ejecutivo, quien a su vez se responsabiliza de la gestión de la empresa. El crecimiento de la economía norteamericana en la segunda mitad del siglo xx, el aumento de los precios de las acciones en bolsa y un dominio de las empresas norteamericanas en los mercados internacionales, crearon un contexto en el que los accionistas se sentían cómodos con este estado de las cosas.

La introducción de nuevas variables financieras en los objetivos de las empresas, el establecimiento de mecanismos de remuneración de los directivos que se apoyaban en los precios de las acciones en bolsa y algunos escándalos de primeros ejecutivos contribuyeron a un cambio de percepción a finales de la década de 1990. Los consejos de administración se sintieron sometidos a una mayor presión y vigilancia por parte de los accionistas. A su vez, los consejos trasladaron esta presión sobre el primer ejecutivo, al tiempo que intentaban limitar sus competencias. La batalla por el poder estaba servida. Después de la irrupción de las batallas por el control corporativo, provocadas por inversores externos a la empresa al lanzar ofertas hostiles de compra de las acciones de una empresa, las batallas por el control de la empresa se trasladaron al interior de la propia empresa a finales de la década de 1990.

En algunos casos los conflictos entre accionistas, consejos de administración y primeros ejecutivos fueron tensos, lo que, además de un claro

desgaste personal, tuvo un impacto en la percepción de la empresa por parte de clientes, empleados y posibles inversores. El empeño de Carly Fiorina en Hewlett Packard o de Michael Eisner en Disney con sus consejos de administración respectivos para mantenerse en el cargo de primer ejecutivo, alcanzó dimensiones desproporcionadas, inadecuadas para una institución como la empresa, que exige compromiso, discreción y un mínimo sentido de unidad sobre estas cuestiones.

En el fondo de esta lucha por el control de la empresa se esconde una noción equivocada de la empresa como realidad exclusivamente económica, y que conduce a seleccionar primeros ejecutivos que puedan ofrecer resultados económicos rápidos, más que construir organizaciones a largo plazo. Por este motivo, un replanteamiento del gobierno corporativo debería considerar una noción de la empresa en línea con los conceptos planteados en la sección anterior. De lo contrario, el gobierno corporativo se limitará a un mero ejercicio de poderes, a la búsqueda de equilibrios inestables y a vigilar el trabajo del primer ejecutivo. Esta noción del gobierno corporativo es pobre y poco motivadora para buenos profesionales.

La perspectiva del gobierno de la empresa como mero equilibrio de poderes ha dado alas a una noción legal del gobierno corporativo que se ha extendido durante los últimos años. De hecho, numerosas propuestas recientes de mejora del gobierno corporativo se han centrado en la regulación necesaria para limitar los abusos de poder o los conflictos de interés de los consejeros o de los primeros ejecutivos. En Estados Unidos, la aprobación de la Sarbanes-Oxley Act en 2002 es un ejemplo claro de este enfoque.

Estas disposiciones legales pueden ser, en algunos casos, necesarias, pero, consideradas aisladamente, resultan insuficientes y ofrecen unas expectativas de que ayudarán a mejorar el gobierno de la empresa, cuando es muy difícil que sean útiles, pues no atacan el problema de fondo. Es necesaria una visión del gobierno corporativo que tenga en cuenta que la empresa es una institución social, con una clara identidad económica, pero cuyo funcionamiento y resultados deseados van más allá de las variables estrictamente económicas. Además, es una institución social necesaria, por lo que su proyección y desarrollo a largo plazo resultan convenientes para la sociedad. Esta dimensión temporal del gobierno corporativo, la proyección a largo plazo, era una variable implícita en la dirección de empresas hasta hace pocos años. Sin embargo, la preocupación por los resultados a corto plazo ha borrado del horizonte aquella dimensión.

Un concepto integral e integrador del gobierno corporativo considera que éste comprende el diseño y funcionamiento de las instituciones de gobierno —el consejo de administración y la alta dirección de la empresa—

que adoptan en la empresa un conjunto de objetivos, políticas, sistemas, criterios organizativos y procesos de toma de decisiones, de modo que permitan alcanzar aquellos objetivos de manera razonable, proyectar la empresa a largo plazo y asegurar su continuidad como organización. Esta noción subraya la finalidad del gobierno corporativo: la proyección y el desarrollo de la empresa a largo plazo.

El planteamiento de un marco temporal adecuado es importante. En este horizonte del largo plazo, la empresa debe ser capaz de satisfacer a sus clientes, atraer y retener a buenos profesionales, remunerar adecuadamente a sus accionistas y atender otras obligaciones con terceros de manera razonable. Esta perspectiva conduce a la alta dirección de la empresa a buscar el desarrollo de ventajas competitivas que sean sostenibles en el tiempo y a adoptar las decisiones estratégicas de inversión imprescindibles para desarrollarlas. Exige también un equipo de profesionales capaces de diseñar los productos y servicios imprescindibles para ofrecer a los clientes el valor que esperan, generando un resultado económico positivo en este proceso.

Esta noción del gobierno corporativo supone que las diversas partes de la empresa comparten un cierto propósito común, una misión que cumplir con la empresa y que permite contemplar su desarrollo a largo plazo. A. G. Lafley,⁴ CEO de Procter & Gamble, explica que cuando fue nombrado primer ejecutivo de esta empresa, en el año 2000, se enfrentaba a la mayor crisis de su historia, con una caída de la rentabilidad y del precio de la acción de la empresa en bolsa. La desconfianza de accionistas y empleados era generalizada. Su reto principal consistía en transmitir confianza y asegurar a todos que los cambios que iba a implantar eran necesarios para la supervivencia a largo plazo; pero un aspecto básico de la empresa se mantendría inalterable: el propósito explícito de mejorar la vida diaria de sus clientes con productos de calidad y valor superiores. Una visión compartida de la misión de la empresa es una condición imprescindible, no sólo para garantizar el éxito de los programas de cambio en las empresas, sino para mejorar la calidad del gobierno corporativo.

La perspectiva integradora del gobierno corporativo que hemos introducido tiene otra implicación. Entiende que una empresa bien gobernada no es sólo una empresa que respeta las obligaciones legales, que protege los intereses de los accionistas, que define escrupulosamente los conflictos de interés o que ha diseñado un sistema de control completo y fiable. El gobierno corporativo exige una actitud emprendedora e innovadora por parte de los órganos de gobierno. Una empresa puede competir y proyectarse a

4. Véase entrevista con A.D. Lafley, *The Focus*, 2005 (1).

largo plazo si es diferente, si su propuesta de valor a los clientes es distinta de la que ofrecen sus competidores. Esto exige innovación, aprovechamiento de nuevas oportunidades y espíritu de mejora. Por este motivo, el gobierno corporativo entendido como un conjunto de normas legales o como un sistema de principios y criterios resulta insuficiente. La proyección hacia el futuro sugiere una perspectiva adicional: la empresa debe utilizar los mecanismos de gobierno corporativo no sólo para evitar conflictos de interés que amenacen su continuidad, sino también para impulsar su crecimiento, innovación e inversión, sin las cuales no cabe proyección a largo plazo.

4. La articulación del gobierno corporativo para impulsar la empresa a largo plazo

La proyección a largo plazo de la empresa es una tarea y responsabilidad de los órganos de gobierno de la empresa, el consejo de administración y el primer ejecutivo con su comité de dirección. Frente a visiones distorsionadas que abogan por dar mayores poderes ejecutivos al consejo frente al primer ejecutivo, o viceversa, la experiencia de numerosas empresas muestra que un equilibrio estable entre ambos órganos de gobierno es fundamental para el buen gobierno.

La reciente toma de control de Porsche por parte de Volkswagen ilustra un aspecto importante de este equilibrio entre órganos de gobierno. Volkswagen era en 2008 el mayor fabricante europeo de automóviles y, mientras los fabricantes norteamericanos luchaban por sobrevivir en medio de la crisis económica global, la empresa alemana seguía obteniendo buenos resultados. Sin embargo, desde el año 2005 Volkswagen tenía un conflicto con Porsche, empresa que había adquirido el veinte por ciento del capital de Volkswagen, a pesar de tener un tamaño menor. Porsche era una empresa controlada por las familias Porsche y Piëch al cien por cien. Wolfgang Pörsche y Ferdinand Piëch, presidentes respectivamente de Porsche y Volkswagen, eran primos. Su abuelo común fue Ferdinand Porsche, fundador de Porsche y diseñador del modelo Beetle, fabricado por Volkswagen.

El conflicto entre estas dos empresas parecía ser un conflicto clásico en torno a qué familia controlaría el futuro grupo. Sin embargo, había también una dimensión empresarial importante que latía en el núcleo del conflicto. Se trataba de cómo fusionar e integrar las dos compañías para lograr mejoras de eficiencia en la fabricación de automóviles. Entre 2005 y 2008 Porsche, impulsada por Wendelin Wiedeking, su consejero delegado, llegó

a hacerse con el control del 51% del capital de Volkswagen, con la idea de que fuera Porsche, la empresa pequeña, la que controlara el grupo conjunto. Para ello, Porsche utilizó una estrategia financiera arriesgada, invirtiendo hasta 23.000 millones de euros para lograr aquella participación en Volkswagen. Sin embargo, el coste para Porsche fue enorme: una deuda de hasta 10.000 millones de euros y una gran dificultad para financiarla a un coste razonable.

El conflicto escaló hasta límites insospechados. En abril de 2009 los consejos de ambas empresas, para poner punto final al enfrentamiento, anunciaron el proyecto de fusión, y Volkswagen lideraría el nuevo grupo. Sin embargo, Wiedeking, insatisfecho con los acuerdos de la fusión, no se resignó ante esta decisión, que interpretó como una pérdida de la influencia de Porsche en el grupo resultante y de su propio papel como primer ejecutivo. Para ello intentó diversas acciones, una de las cuales fue buscar una solución para mantener la independencia de Porsche al margen de la familia Piëch. Se trataba de facilitar la entrada de inversores externos en el capital de Porsche que permitieran recapitalizar la empresa y reducir deuda. Con este objetivo, logró un acuerdo inicial con el fondo soberano de Qatar.

Sin embargo, su enfrentamiento con la familia Piëch, cuya influencia en el consejo de Porsche era importante, acabó imposibilitando un acuerdo razonable. El 23 de julio de 2009 se confirmó el acuerdo de fusión por parte de los consejos de administración de las dos empresas y, poco después, Porsche anunció el cese de Wiedeking como primer ejecutivo. Una vez más se comprueba que el conflicto entre el primer ejecutivo y el consejo de administración o algunos accionistas mayoritarios tiende a paralizar las decisiones y convierte a la empresa en el objeto de comentarios que no favorecen su reputación.

La lucha por el control del poder de la empresa entre el primer ejecutivo y el consejo de administración, como la registrada en Porsche, y que evoca las registradas durante los últimos años en empresas como Airbus, Daimler o Disney, provocan una erosión de confianza enorme entre los miembros del equipo directivo, los empleados, los clientes y los accionistas. Los inversores externos contemplan atónitos el espectáculo. Parece como si la empresa se hubiera convertido en un gran teatro donde los diversos órganos de gobierno actúan para controlar el poder, y no —como debería ser— para proyectar la empresa a largo plazo, ni para servir a clientes, empleados o accionistas. Resulta natural la divergencia de criterios y la pluralidad de enfoques entre estos órganos de gobierno. La diversidad de perspectivas, bien gestionada, es enriquecedora. Sin embargo, los enfrentamientos entre estos órganos de gobierno cuando se prolongan en el tiem-

po y se juegan de cara a la opinión pública provocan un daño enorme a la empresa y a sus protagonistas.

Por consiguiente, un primer ámbito de acción de un modelo de gobierno corporativo en una empresa debe ser articular las responsabilidades del consejo de administración y del comité de dirección, no sólo para limitar los conflictos, sino para trabajar coordinadamente para impulsar la empresa a largo plazo (Cadbury, 2002; Canals, 2008).

La lectura rápida de estos conflictos ha conducido a subrayar la necesidad de limitar los poderes del consejero delegado o primer ejecutivo y que el consejo de administración supervise mejor el trabajo del primer ejecutivo y de su equipo. Esta propuesta, muy extendida en el mundo anglosajón, tiene su origen en el protagonismo central que el primer ejecutivo tiene en las empresas norteamericanas y británicas; en particular, en el modelo norteamericano, el primer ejecutivo —el *chief executive officer*— suele ser también el presidente, *chairman*, del consejo de administración, con lo que la acumulación de poder por parte del primer ejecutivo es enorme. Ante la resistencia de los primeros ejecutivos a acatar decisiones del consejo de administración, la reacción lógica de algunos reguladores y de algunos consejos de administración ha sido la de intentar limitar sus poderes.

Sin embargo, este modelo no está generalizado en otros países, donde los cargos de presidente del consejo y primer ejecutivo están separados —por ejemplo, en diversos países de Europa Occidental— y, de otra parte, donde el poder concentrado en la figura del primer ejecutivo es mucho menor. Alemania es el prototipo de esta situación, pues el primer ejecutivo no controla el consejo de administración y tiene, al mismo tiempo, un consejo de dirección formal con el que debe tomar las decisiones. En este segundo caso, el problema de los órganos de gobierno no es la supuesta concentración de poder en el primer ejecutivo, sino en la competencia e iniciativa del consejo de administración para supervisar adecuadamente el trabajo de la alta dirección e impulsar nuevos proyectos.

Un modelo de gobierno corporativo que ayude a la proyección de la empresa a largo plazo exige que el consejo de administración defina unos criterios claros sobre lo que se espera de la empresa, y señale un marco de objetivos a alcanzar a medio plazo. El desarrollo de la empresa necesita también de un primer ejecutivo y de un comité de dirección que asuman con profesionalidad el impulso y desarrollo de aquel proyecto. En países como Estados Unidos o Gran Bretaña, que presentan una fragmentación importante de los accionistas, el reto principal del consejo de administración radica en su compromiso, competencia y dedicación para entender y

supervisar la marcha de la empresa. Parte del problema en estos consejos ha sido la escasa dedicación de tiempo y la insuficiente preparación profesional para entender aspectos complejos de la realidad de la empresa. En particular, éste ha sido el caso flagrante de los consejos de los bancos norteamericanos, como ha puesto de manifiesto la actual crisis financiera. Por el contrario, en el caso de las empresas donde la propiedad está más concentrada, como ocurre en muchos países de Europa continental, América Latina y Asia, el consejo de administración tiene el reto de la supervisión más efectiva de la alta dirección.

La diversidad de modelos de gobierno corporativo y la variedad de contextos empresariales según los países, hacen difícil señalar modelos superiores a otros (Cadbury, 2002). Sin embargo, sí resulta posible considerar algunos principios válidos en contextos diferentes. Uno de ellos es que un buen gobierno corporativo exige reconocer que el consejo de administración y el primer ejecutivo —con su equipo de alta dirección— tienen un impacto enorme en la proyección a largo plazo de la empresa. Cada uno de ellos es un pulmón que la empresa necesita en buen estado para su evolución positiva en el tiempo. Cuando uno de ellos no trabaja adecuadamente, el impacto negativo se deja notar en el conjunto de la organización. A continuación, discutiremos algunos aspectos centrales del trabajo de estos órganos de gobierno para impulsar el desarrollo de la empresa.

5. El papel del consejo de administración

Durante las últimas décadas muchos consejos de administración han sido órganos que se han limitado a prestar su consentimiento a decisiones tomadas por el equipo directivo. Sus reuniones no siempre han sido un ejemplo de profesionalidad, competencia y dedicación de sus miembros. La dejación de responsabilidades por parte del consejo en manos del primer ejecutivo ha sido, en ocasiones, resultado de la incompetencia o negligencia, y no la consecuencia de la delegación organizada de funciones.

Los conflictos recientes entre consejos de administración y primeros ejecutivos como los que hemos descrito anteriormente reflejan un creciente protagonismo de los consejos de administración que tratan de recuperar parte de la capacidad de decisión que habían perdido frente a los primeros ejecutivos carismáticos.

Sin embargo, no podemos quedarnos con una noción del consejo de administración cuya función básica sea la de actuar como contrapeso del primer ejecutivo. El consejo de administración, en coherencia con la no-

ción de gobierno corporativo que hemos presentado, debe orientar su trabajo a la proyección de la empresa a largo plazo. El consejo de administración de una empresa debe ofrecer respuestas coherentes a algunas cuestiones centrales: ¿qué papel desempeña el consejo en el gobierno de la empresa?, ¿cuál es el valor específico que aporta al gobierno y proyección de la empresa a largo plazo?, ¿cuáles son sus funciones, más allá de las que son obligaciones legales?, ¿cómo puede complementar el trabajo del primer ejecutivo?, ¿cómo supervisar al primer ejecutivo y, al mismo tiempo, mantener su compromiso y motivación?, ¿cómo articular su funcionamiento y sus prácticas de modo que pueda contribuir a la continuidad de la empresa a largo plazo?

Podemos identificar siete áreas principales de trabajo para el consejo de administración, y de las que derivan sus tareas principales (Canals, 2008). La primera es la definición de la misión corporativa, que ofrece un marco sobre lo que la empresa pretende conseguir, aquellos aspectos a los que aspira en su desarrollo, más allá de los objetivos concretos que se puedan perseguir en cada momento. En momentos de una gran incertidumbre, un sentido claro de la misión de la empresa aporta coherencia a las diversas decisiones y permite aglutinar voluntades de las personas que en ella trabajan. La segunda es la adopción de un punto de vista sobre el futuro de la empresa a largo plazo y aprobar la estrategia que aquella debe seguir para hacerlo realidad. La tercera función consiste en la supervisión del primer ejecutivo y del comité de dirección. Estos mecanismos deben tener el rigor necesario para que sean eficaces y, al mismo tiempo, no deberían provocar una pérdida de motivación o compromiso por parte del equipo directivo.

La cuarta función procede directamente de la anterior. Se trata de formular el diseño y seguimiento riguroso y exhaustivo de los sistemas de control interno. La crisis financiera actual ha puesto de manifiesto la deficiente gestión y supervisión del riesgo de la empresa, y no sólo en bancos y otras entidades financieras. La quinta función es el desarrollo de la empresa como institución y, en particular, la articulación de las relaciones de la empresa con los accionistas, la sociedad civil, las administraciones públicas y otros agentes sociales. Estas relaciones permiten una mejor integración de la empresa con la sociedad y el consejo de administración debe velar por ellas si desea que la empresa sea una institución respetada.

Las otras dos funciones del consejo de administración afectan directamente al primer ejecutivo. En primer lugar, la selección del primer ejecutivo y la formación —junto al primer ejecutivo— de un equipo directivo adecuado a las necesidades de la empresa, con las personas idóneas que

eventualmente puedan suceder al primer ejecutivo. Un buen plan de sucesión es imprescindible en la agenda del consejo de administración. La última función del consejo consiste en la evaluación periódica del primer ejecutivo y en la aplicación de los mecanismos de retribución que se hayan acordado con aquél.

Estas tareas no agotan el posible trabajo del consejo de administración, ni presentan un modelo cerrado de sus tareas. Pretenden, más bien, abrir perspectivas sobre la importancia económica y social del consejo de administración, más allá de un equilibrio de poderes. De ella se deduce la trascendencia de que el consejo asuma plenamente las responsabilidades que el conjunto de la empresa, incluidos los accionistas, y la sociedad esperan de un buen consejo de administración.

6. Tareas y responsabilidades del primer ejecutivo

El impacto de un primer ejecutivo en la evolución de la empresa es una realidad incuestionable (para un planteamiento más exhaustivo sobre esta cuestión, véase Canals [2008]). De otra parte, la evidencia anecdótica revela el enorme influjo de primeros ejecutivos en la configuración de la misión, estrategia o valores de una organización. Los casos de Frank Riboud, presidente y primer ejecutivo de Danone, Daniel Vasella, presidente y primer ejecutivo de Novartis, o Narayana Murthy, presidente y ex primer ejecutivo de Infosys, entre otros muchos, son ejemplos importantes del efecto positivo de un primer ejecutivo en su empresa. De otra parte, la proyección a largo plazo de la empresa entraña aspectos diversos: que la empresa sea competitiva, que sirva a los clientes, que atraiga a buenos profesionales, que remunere adecuadamente a los accionistas, que cumpla con todas sus obligaciones legales y que sea una institución integrada en la sociedad en la que opera. Estas tareas son propias del primer ejecutivo y del equipo de alta dirección, que debe asumir sus responsabilidades sobre ellas, en coordinación con los criterios del consejo de administración.

La adecuada complementación del consejo de administración con el primer ejecutivo y su equipo de dirección es uno de los retos más delicados que el consejo tiene planteados. Una empresa bien gobernada necesita de ambos órganos de gobierno. La distribución del poder en una empresa es importante, pero el buen gobierno requiere no sólo un equilibrio de poderes, sino también la combinación de profesionalidad, espíritu emprendedor y servicio que aquellos órganos pueden aportar de manera complementaria. La empresa no es un territorio político que debe ser conquistado, sino

una organización que impulsa la creación de riqueza y el desarrollo de personas, para lo cual exige un contexto institucional adecuado.

Las áreas de trabajo de un primer ejecutivo se pueden concretar en algunas funciones básicas (para un planteamiento más exhaustivo sobre esta cuestión, véase Canals [2008]). La primera es la transmisión y eficaz implantación de la misión y los valores de la empresa, tarea imprescindible para dar un sentido coherente a lo que la empresa hace y a las decisiones estratégicas que los órganos de gobierno adoptan. La segunda es desarrollar un punto de vista sobre el futuro de la empresa y formular una estrategia que deberá ser validada por el consejo de administración. La responsabilidad última de la aprobación de la estrategia corresponde al consejo de administración, pero el papel del primer ejecutivo en su formulación es decisivo. La tercera tarea, relacionada estrechamente con la anterior, es el estudio y la formulación al consejo de decisiones estratégicas y de inversión que la empresa debe adoptar.

La cuarta tarea consiste en el desarrollo del equipo directivo de primer y segundo nivel en la empresa, así como la aplicación de políticas que permitan formar personas que en el futuro puedan adoptar posiciones de mayor responsabilidad dentro de la empresa. La quinta tarea es la búsqueda de la eficiencia operativa y del buen funcionamiento de la empresa en las distintas áreas. La eficiencia es imprescindible en una empresa que, ante sus clientes, debe mostrar su capacidad operativa de producir y vender bienes y servicios a precios razonables. Finalmente, el primer ejecutivo tiene la responsabilidad de decidir la estructura organizativa de la empresa y de cambiarla en función de las exigencias externas y las variaciones en la estrategia que el consejo decida.

La simple enumeración de las funciones básicas o tareas de un primer ejecutivo muestran que esta profesión exige una tarea de integración de personas y responsabilidades que van más allá de la división funcional del trabajo, de la especialidad o de las áreas de negocio. Este rasgo distingue a un director general de un directivo funcional. La dirección general es una profesión que exige conocimientos y experiencias interdisciplinares; el equilibrio entre las distintas dimensiones que lo definen es, quizá, más importante que la excelencia en alguna de ellas. Asimismo, es un trabajo orientado a la acción, porque debe establecer unos objetivos, y marcar unas políticas y unos planes de actuación para alcanzarlos. Finalmente, es una profesión esencialmente humana: el primer ejecutivo cuenta con el trabajo libre de personas, intenta servir a esas personas para que, de manera coordinada, puedan servir a otras personas, los clientes, de manera eficiente.

Las tareas que un primer ejecutivo debe llevar a término exigen el desarrollo de algunas capacidades (Pérez López [1993] plantea de una manera coherente e innovadora estas dimensiones del trabajo de un directivo). La primera es la capacidad estratégica relacionadas con el desarrollo de la empresa como negocio; es necesaria para pensar en el negocio, sus clientes, productos y mercados, y en los modos de innovar o cambiar cuando resulte necesario. La segunda es la capacidad ejecutiva, que está relacionada con el desarrollo de la organización necesaria para llevar a término la misión de la empresa. La capacidad organizativa también es necesaria para poder segmentar tareas y funciones, asignar responsabilidades, delegar, compensar y premiar, actividades todas ellas imprescindibles para crear la infraestructura organizativa que permita a una empresa desarrollarse.

La tercera es la capacidad de liderazgo, imprescindible para dirigir a otros y comprometerles en un proyecto empresarial determinado. La capacidad de liderazgo es necesaria para ayudar a otras personas a comprometerse en un proyecto, no por necesidad, sino porque quieren, porque pueden aprender y mejorar, y pueden compartir con otros este progreso.

El conjunto de capacidades que un alto directivo debe desarrollar es impresionante. Muchas profesiones complejas exigen un enorme compromiso y esfuerzo de preparación. Sin embargo, la profesión de dirigir exige también la experiencia y el desarrollo de virtudes, en particular, de la prudencia, virtud clásica que lleva al sujeto decisor a utilizar los medios apropiados para el logro de ciertos fines. La constatación de esta complejidad resalta aún más el impacto positivo que el primer ejecutivo puede tener en el buen gobierno de la empresa. Asimismo, destaca el valor social que debe tener el trabajo de un primer ejecutivo y lo lejos que se encuentra de esta noción la experiencia de primeros ejecutivos poco comprometidos con un proyecto empresarial, que lo contemplan para ver cómo se pueden beneficiar de él, en lugar de pensar cómo contribuir a él.

8. Reflexiones finales

Las actuales turbulencias financieras no sólo han provocado la crisis de numerosas empresas, sino que han puesto también en duda el modelo de gobierno corporativo dominante en algunas de ellas. Las reformas propuestas para mejorar el gobierno de la empresa son de tipo regulatorio y legal. Sin negar la validez y, en algún caso, la necesidad de este tipo de propuestas, la experiencia muestra que éstas son insuficientes para enderezar el rumbo del gobierno de la empresa.

Un buen planteamiento del gobierno corporativo exige una concepción de la empresa que va más allá de sus dimensiones económicas, para contemplar también su realidad humana y su impacto social. Una visión exclusivamente financiera de la empresa conlleva una noción del trabajo de la alta dirección motivado por el logro de resultados económicos y, en último término, contempla a la empresa en un horizonte de corto plazo. Por el contrario, el desarrollo de la empresa exige plantear horizontes de largo plazo y exige órganos de gobierno que los hagan posibles.

La empresa es una institución clave para el progreso económico, social y humano. No es posible construir sociedades prósperas y libres sin empresas con vocación de perdurar. Por tanto, la sociedad se juega mucho con el buen gobierno de las empresas. Ésta es la razón por la que no podemos considerar algunas mejoras del gobierno corporativo como objetivos utópicos o propios de un mundo ideal. Por el contrario, necesitamos reflexionar sobre ellos y actuar con la prudencia propia de quien sabe que en ello nos jugamos buena parte del progreso de la sociedad.

Referencias bibliográficas

- BERLE, A. A. y MEANS, G. C. (1933) *The modern corporation and private property*, MacMillan.
- CADBURY, A. (2002) *Corporate governance and chairmanship*, Oxford University Press.
- CANALS, J. (2008) *En busca del equilibrio*, Pearson.
- CONGER, J.A., LAWLER III, E.E. y FINEGOLD, D.L. (2001) *Corporate boards*, Jossey-Bass.
- CHANDLER, A. (1990) *Scale and scope*, Harvard University Press, MA.
- CHANDLER, A. (1977) *The visible hand*, Harvard University Press, MA.
- DONALDSON, G. y LORSCH, J. (1984) *Decision making at the top*, Basic Books.
- DRUCKER, P. (2004) *The practice of management*, Elsevier Butterworth-Heinemann.
- FERRARO, F., PFEFFER, J. y SUTTON, R. (2005) *Economics language and assumptions: How theories can become self-fulfilling*, *Academy of Management Review*, vol. 30 (1), 8-24.
- FRIEDMAN, M. (1970) *The social responsibility of business is to increase its profits*, *The New York Times Magazine*, 13 septiembre.
- GEORGE, W. (2003) *Authentic leadership*, Jossey-Bass.

- GHOSHAL, S. (2005) *Bad management theories are destroying good management practices*, *Academy of management Learning and Education*, vol. 4(1), 75-79.
- HAMBRICK, D.C. y FUKUTOMI, G. (1991) *The seasons of a CEO's tenure*, *Academy of Management Review*, vol. 16, 719-742.
- JENSEN, M. (2000) *Value maximization, stakeholder theory and the corporate objective function*, en M. Beer y N. Nohria (eds.), *Breaking the code of change*, Harvard Business School Press.
- KHURANA, R. (2007) *From higher aims to hired hands*, Princeton University Press.
- KHURANA, R. (2002) *Searching for a corporate savior*, Princeton, University Press.
- MARCH, J. (1994) *A primer on decision making: How decisions happen*, The Free Press.
- PÉREZ LÓPEZ, J.A. (1993) *Fundamentos de dirección de empresas*, Rialp.
- ROSANAS, J.M. (2009) *Towards a humanistic model of decision making in an organizational context*, IESE, Working Paper, julio.
- SCHWENK, C. (1988) *The cognitive perspective on strategic decision making*, *Journal of Management Studies*, vol. 25(1), 41-55.
- SIMON, H. (1947) *Administrative behavior*, McMillan.