



ICADE

# **El Gobierno Corporativo y la Gestión de Crisis: Revisión de la Literatura y Vista al Futuro.**

Autor: Ana Bermúdez Cifuentes

Director: Paloma Bilbao Calabuig

# Índice

Introducción.....	3
Objetivo y Metodología.....	4
Justificación .....	6
Contexto .....	7
Conceptos.....	7
Evolución del Gobierno Corporativo en Tiempos de Crisis.....	8
La relación gobierno corporativo-crisis empresarial .....	13
Estudios Empíricos.....	15
Conclusiones .....	28
Gestión de Crisis: Redefiniendo el Gobierno Corporativo .....	30
El Gobierno Corporativo y la Estrategia Empresarial.....	31
Antes de la Crisis.....	32
Durante la Crisis.....	37
Después de la Crisis .....	40
Conclusión.....	42
Bibliografía.....	44

## **Introducción**

Durante las últimas décadas la actividad corporativa se ha transformado radicalmente. El mundo se ha enfrentado a un proceso de globalización exponencial dominado por la creciente interconexión de los agentes sociales y por flujos de información constantes. Vivimos en una realidad en la que cada día aparecen nuevos avances tecnológicos y descubrimientos científicos que revolucionan la forma de relacionarnos con el entorno. Los titulares de los periódicos de todo el mundo nos muestran cada día que si algo podemos esperar del futuro es aún más incertidumbre e inestabilidad: el extremismo político al alza en prácticamente todo el mundo, la guerra comercial entre las grandes potencias, la revolución social de movimientos como el Me Too o Black Lives Matter o una pandemia global que ha conseguido paralizar el mundo durante más de dos meses. Y por supuesto no podemos dejar de mencionar tampoco el incontrolable poder de las redes sociales, la razón de que hoy existan índices que estudien el efecto de los tweets del presidente de Estados Unidos sobre el valor de las acciones en la bolsa (Stewart, 2019). Sin embargo, no es solo recientemente que el mundo corporativo se ha visto obligado a navegar en aguas turbulentas. En los años 70 a raíz de una serie de escándalos corporativos surge la preocupación de que los altos ejecutivos manejan un poder excesivo fomentado por una gran falta de supervisión. Es entonces cuando nace el concepto de Gobierno Corporativo, un mecanismo de autorregulación de las empresas que promete solucionar todos estos problemas volviendo a poner en el mapa las responsabilidades del consejo de administración. Desde este momento el Gobierno Corporativo se convierte en el foco de gran parte de los estudios académicos, recomendaciones de organismos oficiales e incluso de los esfuerzos de los propios empresarios en torno a la optimización de la actividad empresarial para evitar este tipo de crisis corporativas. Sin embargo a lo largo de las últimas décadas los titulares de los periódicos han seguido plagándose de nuevos escándalos corporativos y financieros (Enron, Worldcom, la crisis financiera de 2008) y cada vez el debate es el mismo: se identifica la falta de supervisión sobre los ejecutivos como el gran culpable de estos colapsos, a lo que sigue una avalancha de nuevos códigos de buen gobierno corporativo que prometen evitar que esto vuelva a suceder. El gobierno corporativo vuelve a encontrarse hoy en el centro del debate sobre la gestión de una nueva generación de crisis corporativas, esta vez caracterizadas por un

fuerte componente social, y es que al igual que actualmente se espera de las empresas que se esfuercen más allá de simplemente evitar daños y crear valor para los accionistas y busquen crear valor para la sociedad en su conjunto, se espera también que el consejo de administración adopte una actitud aún más activa y ejerza como líder estratégico para lograr estos objetivos. Por ello y por las aparentes deficiencias que ya existían de antemano en el sistema, es necesario revisar qué entendemos por una gobernanza corporativa efectiva a la luz de los nuevos objetivos corporativos.

Finalmente, otro concepto que es fundamental entender también es que a pesar de estos esfuerzos hay determinadas crisis que son inevitables. Un informe elaborado por la compañía Price Waterhouse Cooper en 2017 estimó que las grandes compañías pueden esperar enfrentarse a una crisis cada cuatro o cinco años de media. Por ello es necesario que las empresas implementen una estrategia sólida de gestión de crisis que les permita estar preparadas para afrontarlas de la mejor manera posible. Un estudio llevado a cabo en la Universidad de Oxford descubrió tras analizar el impacto de 15 grandes crisis corporativas sobre una muestra de empresas, que aquellas compañías que gestionaron con más eficacia la crisis experimentaron un crecimiento del 7% de media el año siguiente, frente a una bajada del 15% para aquellas compañías que llevaron a cabo una peor gestión (Knight, y Pretty, 1997). Como líder estratégico de la empresa, el consejo de administración es un elemento esencial de este proceso y resulta muy valioso estudiar la influencia del gobierno corporativo en cada una de las etapas para determinar qué necesidades faltan por cubrir.

## **Objetivo y Metodología**

El objetivo de este trabajo es el de analizar la relación existente entre el gobierno corporativo y la gestión efectiva de las crisis empresariales para poder determinar qué dirección deberían tomar las propuestas de reforma del mismo de cara a afrontar las necesidades actuales y del futuro. Para ello hemos realizado una revisión de literatura que nos ha llevado a dividir el trabajo en tres secciones. En cuanto a la metodología empleada, nuestro primer paso consistió en realizar un amplio estudio general de la literatura disponible en torno a este tema con el fin de adquirir una mejor comprensión sobre la historia del consejo de administración y el gobierno corporativo, el contexto, su evolución, su utilidad y para entender por qué existe una relación entre el gobierno

corporativo y la gestión de crisis. En esta primera fase revisamos contenido procedente de todo tipo de fuentes relevantes, desde libros hasta estudios académicos, tanto teóricos como empíricos, así como artículos de periódicos, informes de organismos oficiales como la CNMV o la OECD y publicaciones de profesionales del mundo corporativo, tanto artículos como informes publicados por empresas expertas en este sector (McKinsey, Deloitte, Wachtell et al, etc.). El objetivo de esta revisión tan amplia era poder adquirir una visión general lo más exhaustiva posible sobre este tema y detectar qué debates aparecían con más frecuencia y si existía algún vacío en el estudio de la relación entre el gobierno corporativo y la gestión de crisis que mereciera ser analizado con más profundidad. Tras este primer análisis detectamos dos fenómenos. El primero es que a pesar de que la adopción de las recomendaciones de buen gobierno parece ser una práctica ampliamente aceptada como efectiva y necesaria, los estudios empíricos reflejan resultados muy dispares en cuanto a la relación existente entre estas recomendaciones y la creación de valor en la empresa. Lo segundo es que en cuanto a gestión de crisis los estudios empíricos se limitan a analizar casi exclusivamente el impacto del gobierno corporativo durante la crisis financiera, ya que es el único evento que permite realmente realizar un estudio comparativo a nivel global, pero sin embargo la naturaleza de las crisis corporativas es en realidad mucho más variada. Por ello decidimos organizar esta revisión en tres secciones. La primera ofrece una revisión de la literatura en relación a la evolución histórica y la situación actual para aportar contexto y entender mejor el desarrollo de las otras dos secciones. En segundo lugar realizamos un estudio más profundo de los trabajos empíricos en relación al gobierno corporativo y la gestión de crisis e hicimos una selección de los estudios que consideramos más significativos: aquellos a los que se hace referencia con más frecuencia, que ofrecen un estudio más directo de esta relación y que utilizan muestras de un tamaño suficiente para ofrecer resultados estadísticamente significativos. Después realizamos una segunda criba y escogimos aquellos estudios que además ofrecen análisis complementarios (distintos países, estructuras de capital, distintos enfoques, etc) con el fin de obtener un análisis lo más exhaustivo y diverso posible. De este análisis concluimos que las pautas de buen gobierno por lo general parecen no ser efectivas en contextos de crisis ya que se centran en la función de control del consejo mientras que es la función estratégica la que resulta más importante en estas situaciones. Por este motivo finalmente en el tercer apartado realizamos una revisión de la literatura sobre la relevancia de la función estratégica del consejo aplicado a las distintas fases del modelo de gestión de crisis

(antes, durante y después) y según las tendencias de que marcarán la evolución del gobierno corporativo en los próximos años. Para ello realizamos un estudio de los distintos modelos de gestión de crisis existentes y optamos por escoger aquel que además de recibir mucha atención en los estudios académicos parece ser el más relevante en cuanto a recomendaciones de profesionales del mundo corporativo. Finalmente para detectar las tendencias del desarrollo del gobierno corporativo damos en esta última sección especial atención a búsqueda de más literatura no académica ya que creemos que una opinión más cercana al foco del problema como es la de los profesionales del sector puede ofrecer en este caso una visión más enriquecedora y más acertada, además de complementar el fuerte contenido académico del resto de apartados.

### **Justificación**

El motivo por el que hemos decidido que este tema merece ser estudiado y por el que hemos optado por seguir esta línea de investigación en vez de realizar un estudio empírico se debe a varios motivos. En primer lugar, la casi totalidad de los estudios empíricos que analizan la relación del gobierno corporativo y la gestión de crisis están enfocados en la crisis financiera de 2008. Al no haber encontrado otros eventos ajenos a esta crisis que nos permitan realizar un estudio empírico comparativo y relevante, y debido a que los resultados de los diversos estudios realizados son contradictorios y no concluyentes, creemos que otro estudio de esta naturaleza no es la línea de investigación que ofrece un mayor valor añadido al análisis del gobierno corporativo y la gestión de crisis. Además, también hemos detectado que a pesar de que existen varios estudios en torno a este tema no existe todavía, hasta donde llega nuestro conocimiento, ningún trabajo que realice un repaso de esta literatura y junte los diversos estudios para valorar su aportación conjunta. Por ello creemos que la falta de cohesión que existe entre estos estudios por separado podría solucionarse parcialmente si se analizan las conclusiones desde un punto de vista más global. Finalmente observamos que otra de las deficiencias de estos estudios es que se centran en la función de control del consejo por lo que nos parece relevante ofrecer una visión estratégica que contraste con estos trabajos y sirvan para plantear posibles líneas de investigación futuras.

## **Contexto**

Para poder entender la relevancia del consejo de administración y el gobierno corporativo en relación a la gestión de crisis debemos entender antes de nada el origen de estos conceptos y las circunstancias que han marcado la actividad corporativa a lo largo de las últimas décadas. Como veremos más adelante, estos dos conceptos han ido avanzando de la mano, aunque los entresijos de esta relación sigan siendo un misterio para muchos.

## **Conceptos**

Lo primero que debemos entender es qué es el Consejo de Administración y cuál es la razón de su existencia. Es importante destacar que no existe un consenso ni una definición única que describa las funciones y características de este órgano, que pueden variar enormemente de unas empresas a otras en función de diversos factores que no vamos a detallar en este trabajo. Sin embargo, nuestro análisis hará referencia principalmente a empresas cotizadas de mayor tamaño.

De acuerdo con la definición de Molano-León (2009), el Consejo de Administración es el equipo situado en lo más alto de la jerarquía corporativa y se encarga de formular la política general de la empresa y de supervisar el trabajo de aquellos subordinados que gestionan las operaciones y actividad diaria de la empresa. Además, propone tres teorías que justifican la razón de ser del consejo: la legitimación política, la gestión de problemas de agencia y el comportamiento organizacional. El concepto de legitimación política sugiere que como sociedad, conferimos mayor legitimidad a aquellos organismos que se asemejan a las estructuras del Gobierno. Aunque recuperaremos este concepto más adelante, de momento nos centraremos en los dos últimos.

En primer lugar tenemos el concepto del consejo como explicación del comportamiento organizacional. Esta teoría desarrollada por Stephen Bainbridge (2002) defiende la idea de que el proceso de toma de decisiones grupal siempre ofrece mejores resultados que el trabajo individual. Por ello el consejo de administración surge como un elemento de mejora de la efectividad de la empresa frente a la individualidad del CEO. Esta teoría también explica el creciente interés que existe por la diversidad real de

experiencias, habilidades y perspectivas dentro de los consejos hoy en día (Wachtell et al, 2017), y que analizaremos con mayor profundidad más adelante.

Sin embargo, el concepto del consejo de administración como mecanismo regulador de los problemas de agencia es el que mejor nos ayudará a explicar los orígenes del Gobierno Corporativo y su relación con la gestión de crisis. La teoría de los costes de agencia argumenta que existe un conflicto de intereses entre la propiedad (accionistas) y la gestión (equipo ejecutivo) de una compañía. En este caso, el ejecutivo a cargo de la gestión de la empresa tendrá siempre una inclinación a tomar decisiones que sirvan a sus propios intereses, sin importar que estas puedan ser perjudiciales para los accionistas.(Carlson, Valdes y Anson, 2004) El consejo de administración surge entonces como un mecanismo de control sobre la gestión, velando por los intereses de los accionistas, los cuales están extensamente desprotegidos por la ley (Cuervo-Cazurra y Aguilera, 2004)

### **Evolución del Gobierno Corporativo en Tiempos de Crisis**

Como ya hemos mencionado en la sección anterior, la aparición del concepto de Gobierno Corporativo y su rápido salto a la fama se debe en primera instancia a estos costes de agencia existentes entre los accionistas y los ejecutivos. Las primeras menciones del término “gobernanza corporativa” surgen en los años 70 como respuesta al creciente descontento en torno al crecimiento desenfrenado del poder corporativo, materializado en diversos escándalos de corrupción (Pargendler, 2016). Los finales de los 70 y principios de los 80 coinciden además con la llegada del neoliberalismo de Reagan en Estados Unidos, cuya política económica se caracterizó por la desregulación y privatización masiva de empresas de acuerdo a la mentalidad de que la intervención del Estado es perjudicial para el correcto desarrollo de la actividad económica (Frieden, 2006). El Gobierno Corporativo surge entonces como fórmula de conciliación entre estas dos corrientes, ya que actúa como un mecanismo de regulación y control de la empresa, satisfaciendo el hambre de reforma de los más críticos, pero se trata de un mecanismo de autorregulación interna, por lo que los conservadores que rechazan la influencia del Estado en las empresas también están satisfechos (Pargendler, 2016).

Así surge el primer Código de Buen Gobierno Corporativo a finales de los 70 en Estados Unidos y aunque no es hasta una década después que otro país desarrollará su



propio código, la aparición de estos creció exponencialmente durante los años 90 en gran parte del globo (Lopez y Pereira, 2006). Aunque el contenido varía ligeramente entre países, esta primera ola de códigos de buenas prácticas se caracterizó por ofrecer una serie de recomendaciones relativas al comportamiento y la composición del consejo de administración, destinadas a lograr una mayor calidad del mismo, a mejorar su capacidad de control, y a asegurar el cumplimiento de las responsabilidades frente a los accionistas (Cuervo-Cazurra y Aguilera, 2004). Las recomendaciones más significativas y ampliamente adoptadas por las empresas fueron: (i) una mayor independencia del consejo, (ii) un consejo de tamaño más reducido, (iii) la separación de los papeles de presidente del consejo y CEO en dos personas distintas, (iv) el establecimiento de comités y (v) la frecuencia de las reuniones del consejo (Stiles y Taylor 2001).

Con el cambio de siglo, este nuevo modelo de consejo fue puesto a prueba, ofreciendo resultados decepcionantes en muchos casos (Molano-León, 2009). Los años 2000 vinieron acompañados de una nueva cascada de crisis y escándalos corporativos, como el caso Enron o Worldcom, y posteriormente la crisis financiera de 2007, que dieron pie a la reapertura del debate sobre la efectividad del consejo de administración (Pargendler, 2016). En 2002 el Subcomité Permanente de Investigación del Senado de Estados Unidos publicó un informe titulado *“The Role of the Board of Directors in Enron’s Collapse”* en el que destaca la negligencia por parte del Consejo en relación al ejercicio de sus responsabilidades con los accionistas como una de las principales causas del gran fraude financiero del gigante del sector eléctrico americano Enron. Este informe identifica al menos una docena de señales de alarma que deberían haber empujado al consejo a indagar y cuestionar las políticas de la compañía que sin embargo, no fueron atendidas (Masli, Sherwood y Srivastava, 2018). Lo que resulta curioso es que a pesar de esto, Enron representaba al alumno ejemplar de las prácticas de Buen Gobierno en Estados Unidos: su consejo, altamente independiente, presumía de estar formado por consejeros de credenciales impecables, una sofisticada estructura de comités y reuniones frecuentes (Pargendler, 2016). Un caso muy similar a este se repite menos de un año después, con la declaración de bancarrota por parte de Worldcom Inc. Un informe elaborado por la compañía en relación a su consejo de administración identifica que, si bien éste parecía cumplir con la mayoría de las recomendaciones de buen gobierno, el papel de dirección y supervisión cultural de la compañía había sido desempeñado de forma deficiente: se cumplía la estructura pero faltaba la energía y el

liderazgo necesarios para implementar un verdadero cambio (Masli, Sherwood y Srivastava, 2018)

En 2008 nuevamente la crisis financiera global destapó nuevas variaciones de los mismos problemas, esta vez en torno a las empresas del sector financiero. De acuerdo con el secretario del tesoro estadounidense Tim Geithner (2009), la crisis tuvo muchas causas, pero la contribución de las deficiencias de la política de remuneraciones de altos cargos fue bastante significativa. Argumenta que estas políticas de remuneración en función a resultados incentivan la toma de decisiones centradas en buscar mayores rendimientos en el corto plazo en detrimento la creación de valor a largo plazo de la compañía, asumiendo riesgos excesivos en el proceso. En su estudio más reciente sobre el gobierno corporativo y la crisis financiera, la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económico (OECD) señala que en una gran parte de los casos, los consejos de las entidades financieras demostraron ser inefectivos e incapaces de ofrecer un juicio independiente y objetivo. También destaca cómo la falta de supervisión sobre la gestión de riesgos pone el foco una y otra vez sobre el consejo de administración como causante de las crisis, así como también es potencialmente la solución (OECD, 2009).

Visto esto, es indudable que existe una conexión entre las características del consejo de administración y la probabilidad de enfrentarse a una crisis. Debido a la tipología de las crisis corporativas durante este periodo, no es de extrañar que el foco de los estudios académicos y las recomendaciones de los distintos organismos a lo largo de los últimos 30 años hayan estado centrados principalmente en la búsqueda de los elementos que maximicen la capacidad de control del consejo (Hendry y Kiel, 2004). Sin embargo, como la historia demuestra, este es un enfoque altamente deficiente, ya que el mundo corporativo sigue entrando en crisis por los mismos motivos una y otra vez, a pesar de que las recomendaciones de “buenas practicas” han sido ampliamente adoptadas por la mayoría de las grandes empresas (Pargendler, 2016).

Esto puede tener dos explicaciones. La primera es que las recomendaciones propuestas mejorar la efectividad de la empresa en materia de creación de valor y gestión de crisis pueden no estar basadas en los parámetros adecuados. Por otro lado, es posible que estas recomendaciones sí sean el camino correcto hacia un consejo más efectivo, pero que sin embargo, exista una falta de compromiso y liderazgo por parte del

consejo para implementar estos mecanismos que impida que se aprecien los resultados de estas medidas. Este punto nos lleva de nuevo al argumento del consejo de administración como instrumento de legitimación política que exponía Molano-León (2009) cuando hablábamos de la razón de la existencia del consejo. Aguilera y Cuervo (2004) explican la extrapolación de este concepto a la adopción de las recomendaciones de buenas prácticas. Argumentan que aunque en un principio la búsqueda de una mayor efectividad podía ser el motivo que llevaba a las empresas a implementar estos cambios, con el tiempo estas recomendaciones se han convertido meramente en un instrumento de legitimación social a medida que se han ido institucionalizando. Esto quiere decir que las empresas se ven obligadas a adoptar estas medidas debido a que son socialmente consideradas apropiadas y necesarias, sin atender a si estas recomendaciones realmente son efectivas o sin necesidad de integrar estas medidas en el consejo más allá de la “imagen” y por lo tanto sin las consiguientes mejoras.

Finalmente se podría decir que parece ser una mezcla de las dos. Como hemos mencionado la mayor parte de las recomendaciones de buenas prácticas hasta el momento se centran principalmente en la función de control del consejo. En relación al argumento que pone en cuestión si estas recomendaciones son acertadas observamos que paralelamente surge una corriente crítica que argumenta que se están pasando por alto dos importantes funciones del consejo basadas en: (i) la teoría de “stewardship” y (ii) la teoría de la dependencia de recursos (Hendry y Kiel, 2004). La primera teoría hace referencia a la función de “consejero” o administrador del consejo mientras que la segunda defiende la importancia del papel del consejo como nexo entre la empresa y su entorno. A través de estas funciones los académicos argumentan que más allá de servir para gestionar los problemas de agencia, el consejo ostenta una importante responsabilidad estratégica que también debe ser sujeto de estudio (Hendry y Kiel, 2004).

Por otro lado, en relación al segundo punto observamos que varias fuentes coinciden en que está ampliamente extendido entre las empresas lo que en inglés se conoce como “checklist mentality” (Masli, Sherwood y Srivastava, 2018). Esto hace referencia a la práctica de adoptar las recomendaciones de buen gobierno corporativo como medida meramente simbólica, en calidad de trámite y no como algo que realmente vaya a mejorar el rendimiento de la empresa y a evitar futuras crisis corporativas. . Puesto en palabras de Lorsch y MacIver (1998), el consejo infravalora la reflexión sobre

la dirección que debería tomar la empresa pero concede un valor excesivo al cumplimiento de requisitos.

Ya hemos visto la importante relación que ha existido desde sus orígenes entre el gobierno corporativo y las crisis, como causa y también como solución. Cada periodo marcado por grandes crisis corporativas ha venido seguido de nuevas reformas de buenas prácticas con la esperanza de no volver a cometer los mismos errores. Sin embargo más recientemente, el gobierno corporativo ha vuelto a convertirse en la elección predilecta para dar respuesta a una nueva generación de crisis, la “crisis social” que predomina hoy en día, y en la que destacan problemas como la desigualdad, la violación de derechos humanos, la franja de género o el desgaste medioambiental. (Pargendler, 2016. Esto refuerza aún más las expectativas y presión que existe sobre los consejos para adoptar un papel más activo, con el fin de cumplir con sus responsabilidades estratégicas y para subsanar las deficiencias de control del pasado. Para ello, el gobierno corporativo deberá contemplar otra gran tendencia que está marcando un nuevo rumbo para el mundo empresarial: la idea de que el propósito de las compañías ya no es simplemente garantizar la creación de valor para los accionistas, sino que existe todo un abanico de agentes que se ven afectados por la actividad empresarial, a los que también se debe tener en cuenta al diseñar la estrategia de la empresa, ya que esta tiene una responsabilidad con toda la sociedad (Wachtell et al, 2017)

En resumen, el consejo de administración tiene varias funciones: control, administración y provisión de recursos. Su actividad comienza a ganar una mayor importancia a finales del siglo XX a través del surgimiento de un nuevo término: el Gobierno Corporativo, definido como la determinación del uso que se da a los diversos recursos organizacionales para la resolución de los conflictos entre los distintos agentes relevantes para la empresa (Daily, Dalton y Cannella, 2003). Desde entonces se ha convertido recurrentemente en un importante foco de debate ya que representa un mecanismo de autorregulación corporativa de cara a un entorno empresarial en el que las crisis y las turbulencias son cada vez más frecuentes y más imprevisibles. Por un lado, observamos que la tendencia en un principio fue el de estudio y el afán de reforma de los elementos estructurales del consejo como medio para conseguir un mayor control sobre la gestión. Esto se debe principalmente a tres factores: (i) la teoría de la primacía de los intereses del accionariado y los costes de agencia, (ii) la naturaleza de las

principales crisis de las últimas décadas que presentan un elemento en común: las malas prácticas de los ejecutivos fomentadas por la falta de monitorización por parte del consejo y (iii) la dificultad para definir variables que midan de forma precisa el impacto de elementos más complejos del Gobierno Corporativo, como la calidad de la diversidad de habilidades y experiencias o el comportamiento de los miembros del consejo y su implicación estratégica, en el rendimiento de la compañía (Hendry y Kiel, 2004). Sin embargo las recomendaciones ofrecidas por los distintos órganos oficiales parecen no ser suficiente para dar respuesta a la creciente amenaza de las crisis corporativas, bien porque no se está buscando en los lugares correctos o bien porque existe una falta de compromiso por parte del consejo. Por ello para entender mejor la relación que realmente existe entre las prescripciones de buen gobierno y la gestión de crisis dedicaremos el siguiente apartado a hacer un repaso de los estudios empíricos relevante en relación a este debate.

## **La relación gobierno corporativo-crisis empresarial**

La literatura es extensa en cuanto al análisis de la relación entre el gobierno corporativo y la creación de valor en la empresa (Pintea y Fulop, 2015). Sin embargo la literatura sobre la relación entre el gobierno corporativo y la gestión de crisis es significativamente más reducida. Además, la mayoría de los estudios empíricos en relación a este tema se centran en la crisis financiera de 2008. Esto se debe muy probablemente a que resulta más sencillo realizar un análisis preciso y fiable cuando se cuenta con una amplia muestra de empresas y unas condiciones externas relativamente equiparables para todas ellas que faciliten la realización de comparativas.

Sin embargo, como describen Pearson y Clair (1998) las crisis corporativas son eventos de baja probabilidad pero alto impacto que se caracterizan por la ambigüedad de causa, efecto y resolución de las mismas. Por ello, indudablemente existirán crisis que disten mucho de la situación vivida en 2008 y por ello, debemos entender las limitaciones que existen a la hora de extrapolar las conclusiones extraídas de una crisis financiera a, por ejemplo, una crisis de relaciones públicas.

Estas limitaciones se intensifican aún más debido a que la mayoría de los estudios sobre la gestión de la crisis de 2008 están enfocados casi exclusivamente en las

empresas del sector financiero, ya que, aunque todas se vieron afectadas, este sector fue considerado uno de los principales causantes y fue golpeado con más fuerza. (Villanueva-Villar, Rivo-López y Lago-Peña, 2016). Así lo demuestran Essen, Engeley y Carney (2013) al analizar una muestra de 1197 empresas de 26 países europeos distintos entre 2004 y 2009 y descubrir que lo que es cierto para las empresas del sector financiero, no lo es en ocasiones para otro tipo de empresas no financieras. Mientras que durante la crisis, el tamaño del consejo y la dualidad CEO-presidente probaron tener un efecto positivo en las empresas no financieras, este efecto no se apreciaba en las entidades financieras.

Podemos observar también una tercera tendencia con implicaciones interesantes respecto a la dirección que toman estos estudios, y es la elección de variables independientes de acuerdo a las pautas recomendadas por los códigos de buenas prácticas. Es decir, se analizan elementos esencialmente estructurales y relativos a la composición del consejo, como el tamaño o el ratio de independencia del mismo, mientras que el estudio de elementos más profundos que puedan ofrecer una aproximación más realista al comportamiento de los miembros del consejo es mucho más escaso.

Finalmente, es importante también entender que la variable escogida en la gran mayoría de los casos para medir la efectividad del consejo es la creación de valor para la empresa, es decir, los resultados financieros y su relevancia para los accionistas. Como veremos más adelante esto puede provocar que se extraigan conclusiones equivocadas sobre a la efectividad de determinadas medidas para la creación de valor, al no tenerse en cuenta la creación de valor más allá de los resultados financieros, obviando el valor social de la actividad de la empresa.

A pesar de estas limitaciones, entendemos que es relevante para este trabajo explorar los diversos estudios empíricos sobre esta materia con el fin de obtener una visión más completa de lo que realmente determina la creación de valor por parte del consejo en situaciones de adversidad y entender cuál es la motivación detrás de los mismos.

## Estudios Empíricos

Villanueva-Villar, Rivo-López y Lago-Peña (2016) analizan a través de un estudio econométrico una muestra de 65 compañías no financieras cotizadas en la bolsa española en el periodo entre 2004-2012 para analizar el efecto de la composición y estructura del consejo en la creación de valor de las empresas en condiciones económicas adversas. Ellos plantean la hipótesis (y confirman) de que elementos como el tamaño de consejo, la dualidad CEO-presidente, el nivel de independencia o la frecuencia con la que se celebran reuniones del consejo tienen un efecto directo sobre la empresa en condiciones de crisis. Argumentan que el consejo de administración resulta significativamente menos relevante cuando las condiciones del mercado son favorables, pero sin embargo es crucial para explicar las diferencias en la creación de valor en circunstancias adversas, sugiriendo que el gobierno corporativo tiene un impacto distinto en la empresa dependiendo del contexto (en este caso antes de la crisis y durante/después de la crisis). Establecen varias hipótesis para cada uno de los elementos, basadas en una revisión de la literatura estructurada en torno a las tres teorías de Nicholson y Kiel (2007): la teoría de costes de agencia, que define el papel de control y supervisión del consejo; la teoría de “stewardship” o de servicio, que define el papel del consejo como “consejero” para el equipo de gestión y; la teoría de la dependencia de recursos, según la que el consejo actúa como nexo entre la empresa y su entorno facilitando la obtención de recursos. En línea con lo que ya hemos determinado previamente, ellos identifican que la mayoría de estudios anteriores están basados exclusivamente en las implicaciones de la teoría de costes de agencia, pero que sin embargo, los resultados obtenidos de incluir las otras dos teorías restantes en algunos estudios demuestran la importancia de las mismas para la creación de valor en la empresa, especialmente en situaciones de crisis. Esto refuerza la idea de la importancia del rol estratégico del consejo que analizaremos en la última sección del trabajo. Este modelo resulta muy interesante ya que expone cómo dependiendo de la visión que se tenga del consejo, las hipótesis formuladas sobre los efectos estructurales del mismo varían. En este caso, las perspectivas predominantes en la realización del estudio serán las dos últimas.

Respecto al tamaño del consejo, plantean la hipótesis de que un mayor tamaño favorece la creación de valor en la empresa. A pesar de que encuentran que los

resultados de estudios previos realizados para el análisis de esta variable son bastante dispares y no ofrecen conclusiones consistentes, ellos determinan que la teoría que resulta más representativa de su muestra es la dependencia de recursos. Argumentan que los beneficios derivados del acceso a un mayor número de recursos como consecuencia del incremento en el número de miembros del consejo anulan el efecto negativo de la pérdida de eficiencia en la toma de decisiones. Sus resultados confirman su hipótesis, al demostrarse que un incremento del número de consejeros durante la crisis tuvo un efecto positivo sobre la creación de valor de las empresas.

Su siguiente hipótesis plantea que en condiciones adversas, la dualidad CEO-presidente tiene un efecto positivo en la creación de valor en la empresa. Esto resulta interesante ya que rechaza la creencia generalizada de que esta dualidad confiere un poder excesivo al ejecutivo que tiene como consecuencia efectos desfavorables para la empresa. Por otra parte, al analizar los resultados de estudios previos descubren que también en este caso, las conclusiones son dispares. Finalmente optan por asumir el enfoque ofrecido por la teoría de “stewardship” que defiende que un mayor poder en manos del CEO le equipa con las herramientas necesarias para conseguir mejores resultados a través de una mejor capacidad de reacción y toma de decisiones rápidas, lo cual resulta crítico en situaciones de crisis. Sin embargo, los resultados obtenidos en el estudio rechazan la hipótesis original, al observarse que esta dualidad no resulta significativa durante los momentos de crisis.

En cuanto a la independencia del consejo, su hipótesis pretende reafirmar lo que diversos códigos y recomendaciones de distintas entidades venían queriendo demostrar hasta entonces, y es que una mayor independencia del consejo tiene efectos positivos en el valor de la empresa. Sin embargo, destaca el hecho de que la defensa de esta hipótesis se realiza más allá de los beneficios derivados de la teoría de agencia, la cual es la base original de este argumento. En este caso exponen que la independencia del consejo tiene beneficios también desde el punto de vista de la teoría de dependencia de recursos, ya que los consejeros independientes se relacionan con una mayor experiencia en la gestión de este tipo de situaciones gracias a su labor previa en otras empresas, además de ofrecer perspectivas novedosas basadas en su relación con el entorno que pueden resultar muy útiles al conjunto ejecutivo a la hora de gestionar la crisis. Finalmente, el estudio confirma que en efecto, una mayor independencia resulta beneficiosa para la capacidad de creación de valor de la empresa en momentos de crisis.



Finalmente, proponen que una mayor diligencia del consejo, entendida como un mayor número de reuniones del mismo, afecta positivamente al valor de la empresa. De nuevo, basan su enfoque en el poder de la información y defienden que un mayor número de reuniones se traduce en una mayor cantidad de información compartida, permitiendo gestionar un mayor número de problemas. Sin embargo los resultados del estudio nos llevan a rechazar esta hipótesis ya que no solo se observa una relación negativa significativa entre el número de reuniones y la creación de valor durante la media del periodo estudiado, sino que además en tiempo de crisis el número de reuniones parece ni siquiera resultar significativo.

Otro estudio interesante y estrechamente relacionado con el anterior es el realizado por Pucheta-Martínez (2015) sobre el papel del consejo de administración en la creación de valor de la empresa. A pesar de no tratarse de un estudio realizado específicamente para el análisis de la creación de valor en tiempos de crisis, la muestra utilizada es la de 162 empresas no financieras cotizadas en el mercado continuo español desde 2004 a 2011, coincidente, por lo tanto, con el periodo de crisis. Las variables escogidas para el análisis de la creación de valor coinciden con las del estudio anterior, y la medida para la creación de valor es el rendimiento económico. Como podemos comprobar, la medición de “creación de valor” corresponde de nuevo al valor de los accionistas.

A pesar de que las variables, el periodo y la muestra son similares entre este estudio y el realizado por Villanueva-Villar et al (2016), las hipótesis planteadas y los resultados obtenidos son diferentes. En cuanto a la justificación de la elección de una hipótesis concreta, resulta interesante cómo varían los razonamientos, siendo la situación la misma, en función de la dirección del estudio, ya que una (Pucheta-Martínez) busca analizar la creación de valor sin tener en cuenta el contexto económico, mientras que Villanueva-Villar busca entender si la creación de valor varía en función de si las condiciones del entorno son o no favorables. También destacamos que ambos estudios hacen referencia a una división de las funciones del consejo en la literatura previa con relación a tres teorías: agencia, “stewardship” y dependencia de recursos. Como ya hemos visto, Villanueva-Villar et al (2016) se apoya fuertemente en las dos últimas para dirigir su estudio mientras que Pucheta-Martínez realiza un análisis basado principalmente en un fuerte apoyo a la teoría de agencia con el resultado de una formulación de hipótesis mucho más ambigua.

En cuanto a la relación entre “independencia” del consejo y creación de valor, este estudio apunta una pequeña aclaración, y es que mientras en el mundo anglosajón se hace referencia exclusivamente a consejeros internos o externos, en España existe una diferencia más, y es la diferencia entre consejeros externos independientes o dominicales. Los consejeros independientes son aquellos que no tienen una relación con la empresa mientras que los dominicales son aquellos que tienen parte de la propiedad de la empresa o representan a algún accionista. Esto se debe a la estructura de propiedad característica de la empresa española en la que es común que haya pocos accionistas con un gran porcentaje del capital. Por ello, plantea dos hipótesis paralelas sobre el efecto de los consejeros externos en la creación de valor. Por una parte, plantea que un mayor porcentaje de consejeros independientes tiene una relación positiva con la creación de valor mientras que la relación con el porcentaje de consejeros dominicales no está clara, podría ser positiva o negativa. Sin embargo los resultados del estudio demuestran que el porcentaje tanto de consejeros independientes como dominicales no tiene ninguna influencia sobre la creación de valor de la empresa.

Plantea una segunda hipótesis con relación al tamaño del consejo en la que sugiere que el número de miembros puede tener una relación positiva, negativa, o incluso no lineal con la creación de valor de la empresa. Basa su hipótesis en el argumento de que existen tanto ventajas (mayor supervisión y capacidad de asesoramiento) como desventajas (problemas de coordinación, control y toma de decisiones) en relación a un mayor tamaño del consejo, y el ideal sería encontrar el equilibrio entre ambas que haga al consejo lo más efectivo posible. En este caso los resultados coinciden en cierta medida con la hipótesis planteada ya que se demuestra que el tamaño del consejo tiene una relación positiva con el incremento del valor market-to-book, pero solo hasta cierto punto, a partir del cual esta relación se debilita con cada miembro adicional.

Analiza también cómo afecta el nivel de actividad del consejo a la creación de valor para la empresa y de nuevo encuentra que la literatura previa no establece una relación clara entre ambos ya que también existen ventajas y desventajas. A pesar de ello, optan por sugerir que la relación entre el nivel de actividad y el control es positiva, ya que esto se traduce en una mayor capacidad de control sobre el comportamiento ejecutivo. Y efectivamente, los resultados de este estudio demuestran una relación positiva entre el nivel de actividad y la creación de valor.

Finalmente, plantea una quinta hipótesis en la que establece una relación negativa entre la dualidad presidente del consejo y CEO ya que opta por conferir más peso a la justificación ofrecida por la teoría de agencia que establece que esta dualidad compromete la imparcialidad, vulnera la capacidad de control del ejecutivo. En este caso, la quinta hipótesis es rechazada ya que no se observa a través de los resultados que esta dualidad tenga ningún efecto sobre la creación de valor de la empresa.

Otro estudio que resulta interesante ya que utiliza una metodología algo distinta es el realizado por Bubbico, Giorgino y Monda (2012) sobre el impacto del gobierno corporativo en el valor de mercado de las entidades financieras italianas cotizadas en bolsa. De nuevo, aunque este estudio no se centra específicamente en la relación de este impacto con la gestión de crisis, la muestra utilizada comprende los datos de 34 entidades financieras correspondientes al año 2010, momento en el que Europa se encontraba todavía en plena crisis, especialmente en los países del sur. Este estudio, a diferencia de los dos anteriores, utiliza como referente del valor la Q de Tobin. Además, en vez de establecer varias hipótesis que analicen el impacto de variables aisladas sobre la creación de valor, hace un estudio del impacto del Gobierno Corporativo en su conjunto a través del Índice de Gobierno Corporativo (CGI). Este índice incluye 76 variables en base principalmente al Código de Buenas Prácticas de Gobierno Corporativo Italiano. Estas variables son agrupadas posteriormente en cuatro macro áreas: consejo, compensación, derechos de los accionistas y otras partes interesadas y divulgación de información.

El área de Consejo de Administración hace referencia a variables como por ejemplo el tamaño del consejo, la edad de los miembros, la presencia en el consejo de miembros ejecutivos, no ejecutivos y miembros independientes o la presencia de varios comités y sus características. El área de Compensación por su parte analiza los instrumentos empleados para la alineación de los intereses de consejeros y accionistas, por lo que se investiga el tipo y la calidad de las remuneraciones a consejeros ejecutivos y no ejecutivos además de los altos cargos de la empresa.

En cuanto al área de derechos de los accionistas y de otras partes interesadas, se analiza el nivel de protección de ambas, incluyendo el nivel de separación entre la propiedad de la empresa y la gestión, la gestión de riesgos o la atención dedicada a informes ESG (medioambiental, social y de gobernanza).

Finalmente, el área de divulgación analiza el nivel de transparencia de las compañías, así como la calidad de la información compartida.

Como podemos comprobar, este análisis no solo es mucho amplio en la medida de que incluye un rango mayor de variables relacionadas con la composición y estructura del consejo, dimensión en la que se basan la mayoría de estos estudios. Sino que además, este modelo incluye una serie de variables que permiten un análisis mucho más profundo de la calidad del gobierno corporativo y que en los últimos años han ganado aún más importancia. Estas variables representan el giro que se ha producido más recientemente de un enfoque centrado principalmente en los intereses de los accionistas y el desempeño financiero de las empresas, hacia un enfoque de negocio que valora a todas las partes interesadas como agentes esenciales para el desarrollo empresarial, a través de un modelo que incluye no solo el rendimiento financiero si no la creación de valor social como indicadores de efectividad del consejo. En cuanto a los resultados, en este estudio se demuestra que existe una correlación positiva y estadísticamente significativa entre la gobernanza y el valor de la empresa. En definitiva, este estudio sugiere que la inclusión de unos intereses más amplios e inclusivos junto con los esfuerzos hacia una mayor responsabilidad ESG contribuyen a la creación de valor en la empresa, reflejada en un mayor valor de mercado de las mismas.

En 2015, Rossi, Nerino y Capasso desarrollan un hilo de investigación que aúna el estilo de los primeros estudios (Villanueva-Villar et al., 2016), (Pucheta-Martínez, 2015) y la aportación del estudio elaborado por Bubbico et al (2012). De esta forma, analizan el impacto del gobierno corporativo sobre el desempeño financiero de todas las empresas italianas cotizadas en la Borsa Italiana, empleando los datos respectivos al año 2012. Justifican que el uso de un índice de calidad de gobierno corporativo (CGQI) es más adecuado que una o varias variables aisladas a la hora de estimar la correlación entre el gobierno corporativo y la creación de valor, ya que éste nos permite comprender un fenómeno crecientemente complejo debido a la inestabilidad del entorno corporativo. A pesar de esto, complementan este estudio con el análisis del impacto de las variables aisladas, entre las que destacan nuevamente las 3 favoritas: el tamaño del consejo, la independencia de los miembros y la dualidad de poder. De nuevo, aunque este estudio no esté centrado específicamente en la gestión de crisis, sí hace referencia a la

importancia y la relevancia que obtienen los resultados a la luz de la crisis financiera de los años anteriores y todavía presente.

Ellos plantean dos hipótesis en relación al índice de calidad del gobierno corporativo argumentando que no existe una única medida correcta para evaluar el rendimiento financiero de una empresa. Por ello evalúan el impacto del gobierno corporativo en relación a dos variables distintas: la Q de Tobin como representación del valor de mercado y los ratios ROE y ROA como representación del rendimiento operativo de la empresa, y en ambos casos plantean una relación positiva del gobierno corporativo en la creación de valor. Esto resulta interesante ya que esta vez no se mide tan solo el efecto del gobierno corporativo en valores altamente influenciados por otros factores externos como es el valor de las acciones, si no que ofrece una valoración del impacto “real” del gobierno corporativo en la creación de valor. Los resultados del estudio relevantes a estas 2 hipótesis muestran una correlación negativa entre la q de Tobin y el CGQI y una relación positiva entre la rentabilidad del capital propio (ROE) y el CGQI, confirmando tan solo parcialmente la hipótesis inicial. Sin embargo, al contrastar estos resultados se podría determinar que efectivamente el gobierno corporativo tiene un impacto positivo en la creación de valor ya que un buen liderazgo corporativo resulta potencialmente en una disminución del valor de mercado de la compañía en el corto plazo pero al mismo tiempo genera mejores resultados operativos.

Una vez afirmado que el gobierno corporativo afecta positivamente a los resultados de la empresa, formulan otras 4 hipótesis que centran el foco de atención en variables individuales de gobernanza y control de la siguiente manera: (i) Existe una correlación negativa y estadísticamente significativa entre el tamaño del consejo y la rentabilidad (ii) Existe una correlación positiva y estadísticamente significativa entre la presencia de consejeros independientes y la rentabilidad de la empresa, (iii) Existe una correlación negativa y estadísticamente significativa entre la no dualidad de poder y la rentabilidad, (iv) Existe una correlación positiva y estadísticamente significativa entre la adopción de las recomendaciones previstas en el Código de Buenas Prácticas de Gobierno Corporativo Italiano y la rentabilidad de la empresa. Finalmente los resultados muestran que la primera y tercera hipótesis no se confirman, es decir, un mayor tamaño del consejo y la dualidad de poder tienen una relación positiva con la creación de valor, la segunda tan solo parcialmente, ya que se encuentra que la correlación entre las dos variables es positiva pero no estadísticamente significativa, y la cuarta hipótesis sí se

confirma, por lo que se demuestra que la adopción de las recomendaciones de buenas prácticas tienen un efecto positivo en los resultados de la empresa.

Siguiendo otra línea de investigación en relación a la gestión de crisis tenemos el estudio de Manzaneque, Priego y Menrino (2015) que analiza el efecto del gobierno corporativo sobre la probabilidad de fracaso empresarial. Este enfoque es ligeramente distinto a lo que hemos visto hasta ahora ya que se centra en el papel del gobierno corporativo en los antecedentes de una crisis, es decir, en causarla o evitarla. Este estudio analiza los datos financieros de diversas empresas no financieras cotizadas en el mercado español en el periodo de 2007-2012. Por lo tanto, analiza el impacto que la estructura del gobierno corporativo tiene en la capacidad de la empresa para evitar el fracaso empresarial en un contexto de crisis económica. Una de las características más interesantes de este estudio es que hace referencia a los modelos de predicción de fracaso empresarial y a la importancia de mecanismos efectivos de gobierno corporativo en la gestión de crisis. Esto tiene una gran relevancia ya que como diversos estudios sobre la gestión de crisis muestran (Coombs, 2007; Deloitte, 2019), uno de los elementos con mayor impacto en una gestión exitosa es la implementación de un buen plan de prevención de crisis, es decir, el estar preparado. Por ello, este estudio representa una aportación muy enriquecedora al trabajo.

En cuanto a la propiedad del capital, el estudio plantea cuatro hipótesis. En primer lugar plantea que las empresas con una alta concentración de capital tienen una mayor probabilidad de fracaso empresarial. Como la mayoría de las hipótesis de este estudio, este planteamiento se basa en los argumentos proporcionados por la teoría de agencia. En este caso la justificación de la hipótesis se basa en la idea de que en contextos de alta concentración de propiedad se generan asimetrías de información entre los accionistas minoritarios y los mayoritarios, con los últimos teniendo el poder para influir en la gestión en función de sus propios intereses y en detrimento del accionistas minoritarios. Por otro lado, buscan entender el papel de los inversores institucionales en la supervivencia de la empresa. Al no encontrar un consenso en estudios anteriores, se plantean dos hipótesis alternativas: (i) las empresas con una mayor cantidad de inversores institucionales tienen menor probabilidad de fracaso empresarial y (ii) una menor cantidad genera una probabilidad mayor de fracaso. Finalmente, plantean una cuarta hipótesis que relaciona una mayor proporción de consejeros con acciones con una menor probabilidad de fracaso.

En cuanto a la estructura del consejo de administración, las variables sometidas a análisis son de nuevo: la independencia y el tamaño del consejo. Observamos un fuerte apoyo a la teoría de agencia en ambas hipótesis sobre la independencia del consejo. En primer lugar plantea que la dualidad CEO-Presidente del consejo está relacionada con una gran probabilidad de fracaso empresarial, en base a la falta de monitorización. En segundo lugar plantea que una alta proporción de miembros independientes en el consejo tiene una relación negativa con la probabilidad de fracaso. Finalmente, en línea con lo establecido en los estudios previos, observa que las teorías sobre el impacto del tamaño del consejo en la empresa son dispares. Por ello vuelve a plantear dos hipótesis alternativas: (i) un mayor tamaño se relaciona con una menor probabilidad de fracaso y (ii) un mayor tamaño tiene una relación positiva con la probabilidad de fracaso.

Los resultados de este estudio determinan que los mecanismos de propiedad de capital así como la proporción de consejeros independientes y el tamaño de consejo reducen la probabilidad de fracaso empresarial, mientras que la concentración de capital y la dualidad de poder no tienen un impacto significativo sobre la probabilidad de fracaso empresarial.

Otro estudio que también añade más profundidad a este trabajo es el realizado por Vintilă et al (2015) ya que analiza la influencia del gobierno corporativo en el rendimiento financiero de las empresas del NASDAQ y el Dow Jones durante el periodo del 2000 a 2013. Este estudio es interesante porque nos proporciona una visión del efecto del gobierno corporativo en otros mercados con distintas características, regulaciones, culturas y comportamientos, en este caso el estadounidense. Por un lado, destacamos la diferencia de que mientras que en Europa el carácter de los códigos de buenas prácticas es mayoritariamente “voluntario” (comply or explain), en Estados Unidos estas prácticas están mucho más reguladas (Sturm, 2016) Por otro lado, el NASDAQ y el Dow Jones incluyen las empresas consideradas entre las más eficientes del mundo, por lo que en teoría los resultados deberían ofrecer conclusiones más fiables y libres de posibles distorsiones. Otra diferencia es la estructura de capital típica de estas compañías la cual contrasta con la de países como España, país de referencia de los estudios anteriores. Mientras que en éste último observábamos una estructura de capital mucho más concentrada, en los índices representados en este estudio encontramos empresas con una propiedad mucho más dispersa (Porta, Lopez de Silanes y Shleifer, 1999). Otra aportación novedosa de este estudio es que incluye la variable de

“mujeres en el consejo” como elemento relevante en relación al Gobierno Corporativo. Aunque el debate de la diversidad de género en los consejos no es algo nuevo, sí es cierto que la literatura empírica todavía infravalora enormemente la representación de esta variable en sus estudios (Nielsen y Huse, 2010). Otro aspecto relevante de este estudio es que cuestiona la hipótesis tradicional de estructura-conducta-resultados (structure-conduct-performance o SCP) que sugieren la mayoría de los estudios previos. Esta hipótesis determina que aspectos estructurales como el tamaño del consejo o su independencia no ofrecen una aproximación adecuada a los patrones de conducta del consejo que determinan su efectividad.

Entre las diversas conclusiones de este estudio destaca primero, la influencia positiva de la presencia de mujeres en el consejo sobre la rentabilidad del activo (ROA). Ellos argumentan que este resultado tiene sentido debido a que las mujeres son más equilibradas y tienen una mayor aversión al riesgo que los hombres, por lo que toman decisiones financieras más sensatas. También observan que la edad del CEO tiene un efecto positivo en el ROA, debido a que una mayor edad conlleva una mayor experiencia profesional.

Por otro lado detectan que variables como el tiempo del CEO en esta posición, la dualidad de poderes, la independencia y tamaño del consejo así como la presencia de diversos comités tiene por el contrario un efecto negativo respecto a la rentabilidad del activo. Mientras que para la independencia y el número de comités argumentan un efecto negativo como consecuencia de mayores costes, en lo respectivo al CEO defienden que el impacto negativo del tiempo en esta posición se debe a un exceso de confianza por parte del mismo que le lleva a tomar decisiones demasiado arriesgadas y que la dualidad le confiere un poder excesivo que puede tener una influencia negativa sobre la toma de decisiones financieras. En cambio, al analizar los resultados de estas variables con respecto al valor de mercado de la compañía (Q de Tobin), observamos que la edad del CEO tiene en este caso una influencia positiva, que se puede explicar por las percepciones por parte del mercado de que una mayor edad implica mayor experiencia y mejores resultados.

Otro de los estudios más relevantes en torno a este tema es el elaborado por Essen et al (2013) en el que se busca averiguar si las prescripciones de buen gobierno son beneficiosas en momentos de crisis. La idea principal que se plantea en este trabajo



es que el éxito de aquellas recomendaciones que se consideran o demuestran ser positivas en periodos de estabilidad puede ser contingente al desarrollo de unas determinadas circunstancias y no aplicarse a otros contextos disruptivos. En resumen, proponen una perspectiva contextualizada de la teoría de agencia que sugiere que las prescripciones diseñadas para asegurar la supervisión ejecutiva en periodos de estabilidad, pueden no ser válidas en periodos de crisis. Proponen que la compañía puede beneficiarse de una ampliación de la capacidad de toma de decisiones del equipo de gestión que facilite el desarrollo de un liderazgo decisivo y una mayor iniciativa. Por ello, se analiza el impacto de distintas prescripciones de buen gobierno sobre el valor de las empresas antes de la crisis, en un contexto estable y rutinario, y se compara con el análisis de resultados de esas mismas variables en tiempos de crisis. Este estudio es probablemente el más relevante para este trabajo debido a la amplísima muestra empleada para el análisis, 1197 empresas de 26 países europeos distintos. Esta gran cantidad y variedad de datos cubre un espectro mucho más amplio de casos que nos ofrecen en un principio unos resultados mucho más significativos estadísticamente. Además, se desarrolla también un apartado en el que se analizan las sub-muestras divididas en entidades financieras y no financieras, lo que nos permite también analizar los resultados libres de las distorsiones causadas por las diferencias entre estos sectores. En tercer lugar, la comparativa realizada entre los dos periodos (crisis y no crisis) nos ofrece un análisis aún más completo y un entendimiento más profundo de las implicaciones ligadas a estas prescripciones. Una última aclaración importante es que pese a que los autores plantean que la efectividad de las prescripciones de buen gobierno debe revisarse para cualquier situación disruptiva, todas las hipótesis formuladas en este estudio hacen referencia a las implicaciones relativas a una crisis de tipo financiero.

A la hora de desarrollar las distintas hipótesis, utilizan una metodología única para todos los casos: se toma en consideración el efecto esperado de los distintos mecanismos de gobernanza en condiciones de estabilidad y se formulan hipótesis sobre el cambio que se puede producir en su comportamiento y por ello, en los resultados financieros bajo condiciones de crisis.

Siguiendo este patrón, formulan una primera hipótesis, y es que la existencia de discrepancias entre la cuantía de los derechos de voto y los derechos de flujos de caja tiene un impacto negativo sobre la rentabilidad de la empresa durante una crisis

financiera. El argumento se basa en que pese a que la concentración de poder puede resultar beneficiosa debido a que conlleva una mayor motivación para monitorizar al equipo de gestión, existe el riesgo de que los accionistas mayoritarios hagan un uso abusivo de su poder para minimizar sus pérdidas, trasladando este peso a accionistas minoritarios y evitando sus obligaciones crediticias. Este riesgo se intensifica durante los momentos de crisis debido a que las pérdidas potenciales son mayores. Los resultados, en efecto, confirman esta hipótesis.

La siguiente hipótesis que formulan está relacionada con la estructura y composición del consejo. Determinan que es ampliamente aceptado que el principal papel de esta institución es servir como diligente supervisor de la actividad ejecutiva. Se entiende que para que esta función de monitorización no se vea comprometida, no debe existir dualidad de poderes, los consejeros deben ser mayoritariamente independientes, el tamaño del consejo debe ser reducido, deben celebrarse reuniones frecuentes y debe existir un conjunto activo de comités independientes especializados. Sin embargo, argumentan que la teoría que defiende la primacía de la toma de decisiones discrecional por parte del ejecutivo es más relevante ante una situación de crisis. Esta teoría establece que la dualidad de poderes suele ser beneficiosos para la empresa en periodos de incertidumbre, ya que confiere al ejecutivo un liderazgo unificado para tomar decisiones importantes de forma eficiente. Esta misma lógica se aplica también a la independencia, el tamaño y la existencia de comités, ya que todos estos pueden ejercer una función de supervisión excesivamente opresiva en situaciones de crisis, cuando lo que es necesario es que los ejecutivos tengan una fuerte capacidad de respuesta ante los imprevistos. Por ello la segunda hipótesis plantea que las características que maximizan la función de control del consejo tienen un efecto negativo en los resultados de la empresa durante una crisis financiera. Los resultados del estudio muestran un fuerte apoyo a esta hipótesis, lo que sugiere que efectivamente la capacidad decisiva del ejecutivo es más relevante que la función de control del consejo en momentos de crisis. Esto implica que las prescripciones más significativas de buen gobierno (el tamaño, la independencia del consejo, etc), pueden no ser útiles en momentos de adversidad.

Finalmente presentan una tercera hipótesis la cual plantea que aunque el formato de compensación que establece una relación directa entre la remuneración ejecutiva y la evolución del valor de las acciones puede servir para alinear los intereses de accionistas y ejecutivos y resultar beneficioso en momentos de estabilidad, en situaciones de crisis

este modelo fomenta la toma de decisiones demasiado arriesgadas en búsqueda de beneficios a corto plazo, como un endeudamiento excesivo de la compañía, por lo que su efecto en los resultados de la empresa durante una crisis financiera son negativos. Los resultados del estudio respaldan sólidamente esta hipótesis, ya que los ejecutivos buscarán optimizar su paga por medios perjudiciales para la salud financiera de la empresa.

Por último, es interesante revisar las discrepancias en los resultados de las empresas financieras y no financieras. Por un lado, el tamaño del consejo y la dualidad de poderes demuestran tener un efecto positivo en el rendimiento de las empresas no financieras, lo cual no observamos en las empresas financieras. Además, estas últimas presentan mejores resultados cuando el número de consejeros independientes es mayor, lo que no ocurre en las no financieras.

Otro estudio bastante popular y al que se hace referencia recurrentemente en este tipo de estudios es el realizado por Erkens, Hung y Matos (2009) ya que es el primero en estudiar el efecto del gobierno corporativo en una muestra global. Además, este estudio utiliza una amplia muestra de empresas, 306 entidades financieras de 31 países distintos que estuvieron en el centro de la crisis de 2007-2008. Aunque se trata de un estudio relevante por ser pionero, al ser tan temprano no nos resulta interesante entrar en los detalles específicos del mismo más allá de sus conclusiones, ya que éstas asientan la base para estudios posteriores. Los resultados de su estudio determinan que las empresas con consejos más independientes, mayor porcentaje de inversores institucionales, y menor proporción de “inversión interna” presentan una mayor propensión a la destitución del CEO cuando los accionistas sufren pérdidas. Por otro lado también observan que una mayor independencia del consejo e inversión institucional se asocian a mayores pérdidas durante la crisis. Por último, observan que aunque el pago de primas está asociado a mayores pérdidas durante la crisis, las remuneraciones en instrumentos de capital se asocian a menores pérdidas y más aversión al riesgo.

Finalmente, otro estudio de gran importancia que también aparece mencionado con mucha frecuencia en relación al gobierno corporativo y la gestión de crisis es el realizado por Gupta, Krishnamurti y Tourani-Rada (2013) en el que analiza una muestra de 4046 empresas no financieras cotizadas en bolsa de entre los Estados Unidos

y otros 22 países con el fin de estudiar el impacto de los mecanismos internos de gobierno corporativo en los resultados de las empresas durante de crisis financiera. Es un estudio muy significativo ya que la gran mayoría de estudios en esta línea de investigación se centran exclusivamente en el análisis de empresas del sector financiero, lo cual genera un vacío considerable de resultados si tenemos en cuenta que existen grandes diferencias de funcionamiento entre estos dos tipos de entidades. Además analizan una muestra de gran tamaño lo que ofrece una visión global muy extensa. Los autores observan sin embargo que las empresas con una mejor gobernanza sobre el papel no obtienen un rendimiento mayor que las empresas con una gobernanza más pobre, es decir, no se aprecia un impacto significativo de la calidad del gobierno corporativo en el rendimiento de las empresas. Finalmente determinan a través de la evidencia empírica obtenida en su estudio que los mercados de valores se vuelven menos eficientes en la incorporación de información específica de las empresas a los precios de las acciones en momentos de crisis, lo que incluye la información relacionada el gobierno corporativo de las distintas empresas

## **Conclusiones**

La selección de estos estudios y el objetivo de esta revisión es el de destacar los distintos factores que condicionan el análisis del gobierno corporativo en relación a la creación de valor en la empresa, especialmente en periodos de crisis, e identificar las limitaciones que caracterizan este análisis para entender cómo pueden superarse y mejorarse.

Las principales conclusiones que se pueden extraer de esta revisión son, en primer lugar, que no existe un consenso respecto a prácticamente ninguna de las variables estudiadas sobre si su efecto es positivo, negativo o no significativo en relación a la creación de valor. Esto se debe a que el efecto que tienen las recomendaciones de buenas prácticas varía enormemente en función del contexto de la empresa que se analiza como por ejemplo el país (y el tipo de estructura de capital predominante), si es un momento de estabilidad o turbulencias, la naturaleza de las empresas (si es o no financiera), la madurez del sector e incluso el tipo de crisis ya que las prioridades y necesidades que rigen el comportamiento de las partes en las distintas situaciones varían en función de las circunstancias (Alpaslan, Green y Mitroff, 2009). Además tampoco existe un consenso sobre qué se entiende por “creación de valor”, si se

trata del valor de las acciones, la rentabilidad del activo o del capital propio. Por ello, los resultados obtenidos son muy dispares. Por otra parte, en la mayoría de los casos, se estudia el efecto que tienen las variables aisladas sobre la creación de valor sin entender que dichos elementos no tienen un efecto al margen del resto, sino en conjunto con los demás, una realidad que se vuelve aún más compleja en momentos de crisis. Sin embargo, sí se identifican cuatro elementos que resultan consistentes en casi la totalidad de los estudios que analizan el gobierno corporativo en tiempos de crisis.

En primer lugar, observamos que el enfoque de la mayoría de los estudios se basa en la aplicación de la teoría de agencia, es decir, conceden mayor importancia a la función de control y monitorización del consejo. Aunque este pueda ser el elemento más relevante en momentos de estabilidad, lo que los resultados empíricos sugieren es que durante los momentos de crisis esta obsesión por maximizar el control puede probar ser perjudicial ya que limita la capacidad del ejecutivo para tomar decisiones importantes rápidamente ante los imprevistos que vayan surgiendo, lo cual es muy necesario para una gestión exitosa de la crisis. Por ello los resultados demuestran que en este tipo de situaciones los elementos que parecen resultar más beneficiosos para la empresa son aquellos que permiten al consejo proporcionar recursos adicionales al ejecutivo y aconsejarle para conseguir mejores resultados. Determinamos por lo tanto que los consejos deberían buscar una “optimización” del control en vez de una “maximización” del mismo y que las teorías de servicio (stewardship) y dependencia de recursos deberían recibir un mayor énfasis en momentos de crisis.

El segundo elemento que es consistente en todos los estudios que se identifica la creación de valor de la empresa con un aumento del valor para los accionistas. Sin embargo como ya hemos mencionado, en momentos de crisis la relación entre la empresa y el entorno se vuelve especialmente crítica, por lo que se debería valorar el efecto que la actividad corporativa tiene en el resto de los agentes con los que se relaciona la empresa para poder definir más apropiadamente que variables son las que crean valor real y cuáles simplemente incrementan el valor de las acciones en el corto plazo pero no aseguran una creación de valor sostenida.

Esto nos lleva al tercer elemento común en todos los estudios, que es la tendencia a la búsqueda de resultados a corto plazo. Una de las principales causas de la crisis financiera fue la presión constante puesta en los ejecutivos para producir

resultados rápidamente (Pargendler, 2016). Esto se ve reflejado en el uso de la compensación variable en sus diferentes formas para incentivar a los ejecutivos a maximizar resultados o el hecho de que los consejos con mayor porcentaje de miembros externos fueron más propensos a la destitución del CEO si se producían pérdidas para el valor de los accionistas, sin importar que esto se debiera a la implementación de medidas enfocadas a mantener el valor a largo plazo. Además, a pesar de que este enfoque resultó ser contraproducente, observamos que los estudios empíricos siguen centrándose en evaluar los efectos de las distintas variables en el corto plazo (la mayoría toman el valor de mercado), lo que puede conducir a que las reformas que puedan surgir de estas conclusiones sigan fomentando la búsqueda de resultados a corto plazo.

Finalmente, si algo podemos concluir de la revisión de estos estudios es que aunque no exista un consenso que defina qué elementos del gobierno corporativo favorecen la creación de valor, sí sabemos que estos probablemente serán distintos si la situación es favorable que si la empresa se enfrenta a una crisis. Por ello hay que destacar que uno de los elementos más importantes para gestionar una crisis corporativa con éxito es no solo la reacción, sino también la preparación y la elaboración de planes de contingencia que permitan a la empresa adaptarse rápidamente a las nuevas realidades en momentos de incertidumbre y anticipar y gestionar los riesgos de forma más eficiente.

## **Gestión de Crisis: Redefiniendo el Gobierno Corporativo**

En la sección anterior del trabajo determinamos que el estudio del gobierno corporativo realizado hasta ahora presenta varias limitaciones. Esto era de esperar teniendo en cuenta que este concepto lleva entre nosotros tan solo 50 años y aun así, en este corto espacio de tiempo, se ha convertido en el blanco preferente para explicar y poner solución a los diversos problemas corporativos que han ido surgiendo (Pargendler, 2016). Es por ello que el concepto de gobierno corporativo y lo que representa sigue siendo bastante difuso a día de hoy. Lo que sí está claro es que de alguna manera ha ido evolucionado junto con las circunstancias, al menos teóricamente, y que la efectividad de las prescripciones del pasado resulta a día de hoy significativamente cuestionable. Es por ello que esta última parte del trabajo va a estar centrada en el análisis de los retos que se presentan a día de hoy ante las puertas del

gobierno corporativo, prestando especial atención a sus implicaciones en un entorno corporativo cada vez más inestable.

## **El Gobierno Corporativo y la Estrategia Empresarial**

Para entender los retos a los que se enfrenta el gobierno corporativo y cómo influyen sus decisiones el proceso de gestión de crisis, lo primero que debemos entender es que el consejo de administración es considerado un recurso estratégico fundamental en momentos de crisis (Alpaslan et al, 2009). Como ya hemos mencionado antes, uno de los pocos elementos de consenso que existe entre los estudios empíricos es la evidencia de que las funciones estratégicas del consejo (stewardship y dependencia de recursos) adquieren una importancia especial en situaciones adversas, en detrimento de la tan aclamada función de control que prevalece en momentos de estabilidad. Además, también se ha observado que los consejos tienden a adoptar un papel más activo en las operaciones de la empresa en este tipo de situaciones (Hendry y Kiel, 2004), por lo que el impacto de las características del mismo sobre el valor de la empresa se amplifica. La propia OECD establece en sus “Principios de Gobierno Corporativo” que el marco de la gobernanza corporativa debe garantizar el apoyo a la dirección estratégica de la empresa (1999). Sin embargo, la manera en la que el consejo se involucra en dicho proceso estratégico no está tan claramente definida y varía de empresa a empresa (Hendry y Kiel, 2004). Algunos autores apuntan a la importancia de distinguir claramente las responsabilidades de los distintos agentes en materia de estrategia ya que se corre el riesgo de que el consejo interfiera con las competencias designadas al CEO para la toma de decisiones, entorpeciendo así el proceso de gestión de riesgos (Quarantelli, 1988). Por ello, es importante analizar qué tipo de involucración por parte del consejo es la más aconsejable. La literatura (Hendry y Kiel, 2004) determina que existen tres niveles distintos en los que los miembros no ejecutivos del consejo ejercen su responsabilidad estratégica: (i) la toma de decisiones estratégicas, que conlleva simplemente la aceptación o rechazo de las propuestas formuladas por el ejecutivo, basada en la función de control de la teoría de agencia (ii) dar forma a las decisiones estratégicas, que conlleva el ejercicio de una influencia limitada en el proceso de toma de decisiones, funcionando el consejo como consultor para el ejecutivo en la fase temprana de formulación de propuestas estratégicas y (iii) dar forma al contexto, conducta y contenido de la estrategia. Este último conlleva un ejercicio de influencia continua por

parte del consejo a lo largo del proceso estratégico y no tan solo en las primeras fases. De esta forma la influencia del consejo va más allá del simple control y se adentra en el desarrollo de un contexto apropiado para el debate estratégico, la definición de mecanismos para el desarrollo de la estrategia, la monitorización del contenido de la estrategia y el control de la conducta de los ejecutivos relativa a la misma (Hendry y Kiel, 2004). Este último nivel de participación del consejo en la estrategia es el que resulta más interesante, especialmente en momentos de incertidumbre, ya que facilita una mayor adaptabilidad de la empresa a las circunstancias a través de un flujo de información constante que maximiza los beneficios derivados de las teorías de “stewardship” y de dependencia de recursos.

La importancia de establecer que el consejo tiene una responsabilidad estratégica con la empresa reside en el hecho de que la gestión de crisis constituye una disciplina estratégica esencial, desde la identificación y gestión de riesgos potenciales, el desarrollo de canales de comunicación efectivos, la definición de una estrategia que dé respuesta a la crisis y la evaluación de los resultados derivados de la estrategia implementada finalmente (Bundy et al, 2016). La mayoría de las fuentes coinciden en que existen tres fases dentro del desarrollo de la estrategia de gestión de crisis, que corresponden a las actividades que se llevan a cabo antes, durante y después de la crisis (Brecher, 1979; Coombs, 2007; Deloitte, 2019; Bundy et al 2016). También coinciden en que para conseguir una gestión exitosa es fundamental atender a todas y cada una de estas fases. Por ello vamos a analizarlas distintas tendencias que marcarán el futuro del gobierno corporativo relevantes para entender el papel del consejo en cada momento. Los cuatro retos más relevantes que hemos identificado y que vamos a analizar en este trabajo son: la creación de valor a largo plazo frente a los incentivos del corto plazo, la composición del consejo, la sostenibilidad, y la ampliación del espectro de agentes relevantes para la empresa. (Wachtell et al, 2017; Alpaslan et al, 2009)

### **Antes de la Crisis**

La gestión de crisis comienza mucho antes de que realmente se produzca la verdadera crisis. Las actividades destinadas a este propósito durante la primera fase se dividen en dos áreas principales: prevención de aquellas crisis que sean evitables y la preparación de cara a las crisis que no se puedan evitar (Coombs, 2007).



Dentro de la prevención de crisis destacamos dos elementos principales que afectan al consejo de administración. Estos son la gestión de riesgos y la revisión de la cultura y los valores de la empresa (Bundy et al, 2016).

La gestión de riesgos conlleva la identificación de elementos que podrían ser potencialmente dañinos para la empresa y la toma de las medidas necesarias para que no se conviertan en realidades. El consejo de administración juega un papel muy importante en este proceso y por ello uno de los debates más relevantes en cuanto a la capacidad de éste para identificar el mayor número de riesgos posible es su composición. Desde hace tiempo se defiende que una mayor diversidad en el consejo permite identificar una mayor variedad y cantidad de riesgos, riesgos que un consejo excesivamente homogéneo muy probablemente pasaría por alto ya que sus miembros tienden a buscar respuestas en los mismos lugares. Hasta ahora, la mentalidad predominante a la hora de definir esta diversidad ha sido la denominada “Checklist mentality” la cual se basa en el cumplimiento de una serie de requisitos que “garantizan” la variedad de opiniones, entre los que destaca por ejemplo tener un mayor número de consejeros independientes. La lógica detrás de este argumento por ejemplo defiende que los miembros independientes son más objetivos a la hora de evaluar las situaciones y además se considera que por lo general tienen una experiencia más amplia adquirida al haber servido en otras compañías (Pucheta-Martínez, 2015). Aunque esto tiene parte de verdad, como hemos comprobado en la revisión de los estudios empíricos, la obsesión por el cumplimiento de una serie de requisitos de este estilo no satisface la necesidad de diversidad creada por la creciente complejidad del entorno corporativo. Es por esto que la visión de lo que constituye un gobierno corporativo efectivo ha evolucionado de esta concepción relativamente binaria (si se cumple o no un determinado requisito) a abordar cuestiones más amplias como conseguir diseñar un consejo que reúna de forma exhaustiva las habilidades y experiencias que resulten más relevantes para la empresa en concreto, añadiendo por ejemplo matrices de habilidades en sus informes para mostrar a simple vista si el consejo cubre las necesidades de la empresa (Wachtell, Lipton, Rosen y Katz 2017). Un caso que por ejemplo refleja muy bien este problema es el escándalo de “the London Whale” en 2012 que costó \$6 billones en pérdidas a JPMorgan Chase en lo que Jamie Dimon, CEO del banco, calificó como “un error de primero de gestión de riesgos”, ya que en el comité de gestión de riesgos del consejo no había en aquel momento ni un solo miembro con experiencia en

riesgos (Subramanian, 2015). Sin embargo una de las grandes dificultades que presenta este nuevo modelo de diversidad es la dificultad para determinar variables que permitan la medición y comparabilidad de este nuevo tipo de diversidad “a medida”.

Otro debate importante que enlaza con la gestión de riesgos es aquel que valora frente a quién tiene responsabilidades la empresa, ya que la definición de “riesgo” varía en función de la perspectiva que se tenga sobre cuál es el propósito de la compañía. Si se defiende la teoría tradicional que expresa que el deber de la empresa reside exclusivamente en proporcionar beneficios a los accionistas (Alpaslan et al, 2009), entonces los riesgos emanan de las circunstancias que nos puedan llevar a faltar a esta responsabilidad. Sin embargo, es innegable que la actividad de la empresa no solo afecta a los accionistas sino también a muchos otros agentes (empleados, proveedores, clientes, la economía o la sociedad en general), los cuales por su parte pueden también influir en la empresa con sus propias acciones (Pearson y Clair, 1998). Por ello, a la hora de identificar riesgos es necesario utilizar un marco mucho más amplio que incluya el estudio de los intereses y patrones de comportamiento de todos los agentes relacionados con la empresa. Esta es la denominada “stakeholder perspective” y determina que la capacidad de la empresa de gestionar con éxito una crisis reside en su habilidad para predecir con precisión los comportamientos y reacciones de los distintos agentes (Alpaslan et al 2009; Pearson y Clair, 1998). Se ha demostrado por ejemplo que la cohesión relacional (establecer relaciones positivas), la flexibilidad y una comunicación abierta entre los agentes internos y externos de la compañía puede ayudar en la prevención de crisis (Bundy, Pfarrer, Short y Coombs, 2017)). El papel del consejo en este proceso es fundamental ya que como hemos determinado antes este actúa como nexo entre la empresa y el entorno por lo que su contribución a la comprensión de los intereses y comportamientos de los agentes y a la formación de buenas relaciones es muy importante.

Un tercer debate muy recurrente en relación a la gestión de riesgos es la necesidad de cambiar la cultura del corto plazo por una perspectiva que busque la creación de valor a largo plazo. La cultura de hoy en día pone una gran presión en los ejecutivos por proporcionar resultados inmediatos, ya sea debido a los planes de compensación variable o por la necesidad de reportar informes trimestrales de resultados que influyen enormemente en la valoración de una empresa (Subramanian, 2015). Esto tiene dos consecuencias principales. Por una parte impide una correcta

evaluación de riesgos ya que se pierde la perspectiva sobre los objetivos a futuro, y no se evalúan correctamente los intereses de los agentes, limitando por ejemplo la inversión en investigación y desarrollo (Wachtell et al, 2017). Por otro lado, fomenta ciertos patrones de comportamiento que pueden hacer que aumente la probabilidad de crisis, como por ejemplo la toma de decisiones excesivamente arriesgadas por parte de los ejecutivos para cumplir con las expectativas a corto plazo, como ya hemos visto que sucedió en 2007. El consejo tiene por lo tanto la obligación de trabajar en la implementación de una cultura y unos mecanismos en la empresa que fomenten un cambio de enfoque (O’Kelley y Goodman, 2020), que busquen la creación de valor a largo plazo para así evitar riesgos derivados de reacciones desproporcionadas a resultados puntuales. Además esta nueva visión ayudaría también a eliminar los riesgos derivados de la inestabilidad de cambiar la estrategia de la empresa con demasiada frecuencia en función de indicadores no relevantes a largo plazo. Una forma de conseguir esto sería por ejemplo a través de la imposición de términos de más larga duración para los miembros del consejo que les permita asegurar cierta estabilidad en la implementación y supervisión de una estrategia y reducir la probabilidad de crisis (Subramanian, 2015).

Finalmente, otro indicador muy importante relacionado con la cultura de la empresa es la búsqueda de sostenibilidad en el modelo de negocio y las operaciones. Hoy en día la sostenibilidad ya no significa simplemente la responsabilidad medioambiental de la empresa, sino la sostenibilidad del modelo de negocio en las circunstancias hostiles a las que se enfrenta el mundo empresarial en los últimos tiempos, en un mundo que constantemente se reinventa (Wachtell et al 2017). Esta idea está inherentemente ligada a la prevención de crisis ya que busca una continuidad del modelo de negocio que se adapte fácilmente a las necesidades del entorno. La sostenibilidad es el resultado de la implementación de todas las ideas anteriores: la diversidad, la inclusión de todas las partes y la búsqueda de valor a largo plazo.

Como hemos visto hay muchas maneras en la que el consejo puede influir para ayudar a la prevención de crisis pero aun así, siempre habrá crisis que no se puedan evitar. Por ello es importante ser precavidos y no olvidar la importancia de estar preparado en estos casos, La ventana temporal que existe entre que se produce un primer evento desestabilizador y la escalada de la crisis es determinante a la hora de marcar la diferencia entre una gestión exitosa o desastrosa. Teniendo en cuenta que hoy

en día el flujo de información es constante 24 horas, esta ventana es cada vez más reducida, por lo que la capacidad de reaccionar rápidamente es fundamental (Deloitte, 2019.) Además los problemas a los que se enfrentan las compañías son cada vez más complejos y requieren una comprensión profunda del entorno que no se puede improvisar sobre la marcha. Por ello, los planes de gestión de crisis deben ser planteados cuidadosamente, deben ser revisados de forma habitual y deben estar integrados de una forma práctica en la empresa. (Deloitte, 2019; Coombs, 2007)

Debemos destacar que no existe ningún plan y método perfecto que nos permita dar respuesta a todas las crisis, ya que éstas son imprevisibles y únicas. Por ello el objetivo de la elaboración de un plan de gestión de crisis no es el de dar con un manual rígido que nos vaya a sacar de cualquier apuro, sino el dar con una serie de mecanismos que nos permitan identificar las señales de alarma y dar respuesta más rápidamente a los problemas que puedan surgir, es decir, un modelo flexible que permita una adaptación más rápida a la nueva realidad (Coombs, 2007).

Como hemos mencionado antes en relación a la gestión de riesgos, la capacidad de la empresa para dar una respuesta exitosa a una crisis depende de su capacidad para predecir con precisión los comportamientos de las distintas partes interesadas. (Alpaslan et al, 2009). Esto se aplica también a la hora de elaborar un plan de gestión de crisis que comprenda cómo se van a gestionar los intereses de los distintos agentes. Y de nuevo, necesitamos de la diversidad del consejo y del ejercicio de su función de nexo con el entorno para garantizar que este proceso sea lo más exhaustivo posible. Además, aunque como hemos establecido no existe un modelo perfecto para todas las situaciones, sí identificamos ciertos aspectos que son necesarios para que la respuesta a la crisis sea lo más efectiva posible: la definición clara de las responsabilidades de cada miembro del equipo designado a la gestión de crisis, un buen plan de comunicación que garantice un sistema de detección temprana y mecanismos de revisión y puesta a prueba del plan (Coombs, 2007). Todo esto requiere que el consejo haga ejercicio de su responsabilidad estratégica, que se involucre activamente en la empresa; exigiendo que se desarrollen este tipo de planes, exigiendo que se revisen periódicamente para garantizar que se ha realizado una lectura correcta del entorno; controlando que los planes son puestos a prueba y que existen canales de comunicación efectivos para garantizar que el consejo se mantenga informado en caso de que haya indicios de problemas. También debe establecer buenas relaciones con el entorno que le permitan detectar rápidamente a

través de la información recibida por agentes externos si existen indicios de crisis y deben utilizar la información adicional que extraen de estas relaciones para aconsejar al ejecutivo sobre mejoras en el plan de gestión de crisis. (Pearson y Clair, 1998)

### **Durante la Crisis**

El desarrollo de actividades de prevención y preparación van a facilitar la gestión apropiada de una crisis cuando llegue el momento. Por ello todos los factores que resultan relevantes durante la fase anterior también lo son en esta.

La diversidad de habilidades y características personales de los miembros del consejo van a favorecer una respuesta más sólida frente a una crisis. Más allá de que esta diversidad aporte una mayor capacidad para detectar riesgos, las distintas fortalezas de los consejeros les van a permitir ofrecer un apoyo más completo al CEO para gestionar la crisis de forma efectiva. Por ejemplo un consejero puede aportar experiencia financiera, otro puede tener una mayor inteligencia emocional que le permita entender mejor las presiones soportadas por el CEO y ofrecerle apoyo para gestionarlas, otro puede tener más experiencia en el ámbito de las relaciones públicas y puede aconsejar al ejecutivo sobre su plan de comunicación interna y externa y así en función de las distintas necesidades de la empresa. Es por ello que volvemos a recalcar la importancia de un nuevo modelo de diversidad que no se centre en cumplir cupos sino en aportar variedad de perfiles. La dificultad reside en que a medida que se va refinando cada vez más el concepto de diversidad, resulta cada vez más complicado medir esta diversidad y detectar las carencias reales del consejo (Wachtell et al, 2017). Además el consejo debe ser líder en la gestión de crisis como máximo apoyo al ejecutivo, por ello es importante que esté compuesto por miembros que sean capaces de gestionar las presiones añadidas que vienen acompañadas de las situaciones de incertidumbre. Esto significa que se debe buscar en los consejeros una actitud proactiva y creativa ya que los líderes que afrontan una crisis como una amenaza tienden a tener una respuesta más emocional y limitada mientras que aquellos que ven las crisis como una oportunidad tienen la mente más abierta y son más flexibles a la hora de ofrecer respuestas (Bundy et al, 2017).

Además de la calidad de la composición del consejo hay otro elemento también derivado de la fase de preparación que es fundamental para una gestión óptima de la

crisis, y esta es la relación de la empresa con los agentes del entorno que tienen un interés en la misma. Como nexo entre la empresa y el entorno, gran parte de esta responsabilidad recae en el consejo. La relevancia de esta relación es doble: por un lado la percepción de la parte de responsabilidad de la empresa en la crisis por parte del entorno va a ser crítica en cuanto a si la crisis escala a más o no ya que estas percepciones se traducen en acciones (Coombs, 2007) Por otro lado los flujos de información entre la empresa y el resto de agentes van a permitir ofrecer una respuesta más precisa y efectiva ya que se recibe por parte de los agentes información sobre la evolución en el entorno y a la vez se transmite información sobre la gestión de la crisis a los agentes lo que ayuda a manejar la evolución de sus perspectivas y por lo tanto, sus reacciones. (Alpaslan et al, 2009)

Para entender la importancia de la percepción que tienen de la empresa el resto de agentes debemos analizar brevemente tres conceptos que están estrechamente relacionados. El primero de todos vuelve a hacer referencia a las distintas perspectivas sobre el propósito de la empresa que mencionábamos antes. De acuerdo a Molano-León (2011) por un lado tenemos el enfoque tradicional por el que la empresa tiene en cuenta exclusivamente los intereses de los accionistas, con los que tienen una responsabilidad (pro-shareholder approach). Por otra parte tenemos el enfoque que determina que la empresa tiene una responsabilidad genuina con todos los agentes que se ven afectados por su actividad (pro-stakeholder approach). Mientras que esta última sería en teoría la situación óptima, la realidad es que la relevancia dada por las empresas a los agentes del entorno viene explicada por un tercer enfoque entre los dos anteriores (inclusive pro-shareholder approach). Este enfoque mantiene que el propósito de la empresa es defender los intereses de los accionistas, sin embargo admite que esto no es posible sin tener en cuenta los intereses de un cuadro más amplio de agentes, no porque la empresa tenga una responsabilidad con ellos, sino porque estos tienen la capacidad por su parte de afectar a la empresa, y por lo tanto, a los intereses de los accionistas (Alpaslan et al, 2009). Por lo tanto se debe tener en cuenta a estos agentes en la medida en la que influyen en la creación o destrucción de valor para los accionistas. De esta teoría derivamos el segundo concepto que debemos entender y este es la teoría de la atribución que determina que los individuos están motivados a buscar las causas de los eventos negativos inesperados, generando la atribución de responsabilidades que puede derivar en emociones y reacciones negativas (Bundy et al, 2011). Por ello, cuanto más

responsabilidad de la crisis atribuyan los agentes a la empresa, peor será su percepción de la misma y mayor la probabilidad de que reaccionen negativamente. Mientras que esto es muy importante, también se ha demostrado que estas atribuciones son un elemento sobre el que se puede negociar y por lo tanto susceptible a la influencia social. (Bundy et al, 2017)

Como respuesta a estas dos teorías (inclusive pro-shareholder approach y attribution theory) sacamos el tercer concepto, que analiza la forma en la que la empresa va a dar respuesta a las exigencias de los distintos agentes. Como desarrollan Mitchell et al. (1997) las prioridades de esta respuesta se dividen en función a tres factores: el poder, la legitimidad y la urgencia de las reclamaciones. Las distintas combinaciones de estos factores determinan el nivel de prioridad que los agentes tienen para la empresa. Sin embargo, un evento desestabilizador puede hacer que estos factores se vean alterados y que un agente que por ejemplo antes tuviera legitimidad pero no urgencia o poder ahora tenga la capacidad de presionar a la empresa y la crisis genera que sus reclamaciones se vuelvan urgentes (Alpaslan et al, 2009). El consejo debe por lo tanto estar equipado para identificar estos cambios y debe mantener en la medida de lo posible relaciones positivas con los agentes para minimizar sus reacciones, demostrando proactividad y transparencia a la hora de compartir información y aconsejando al ejecutivo en la forma de responder a sus necesidades. La gestión de estas expectativas no solo es importante para la contención de la crisis principal sino que también es esencial para evitar la escalada de la crisis o la aparición de crisis complementarias (Pearson y Clair, 1998). Por ejemplo una crisis no causada por la empresa como un desastre natural puede convertirse en una crisis de relaciones públicas si no se gestiona adecuadamente.

Otra amenaza en los momentos de crisis es que los incentivos por conseguir resultados a corto plazo a cualquier coste puedan intensificarse a medida que las presiones negativas que afectan a todos los individuos en momentos de adversidad se vuelven más fuertes. Esto puede llevar a las partes, especialmente a los ejecutivos, a tomar decisiones que alivien temporalmente esta presión y parezcan positivas en el corto plazo, pero que acaben por destruir el valor a largo plazo de la empresa (Wachtell et al, 2017). Como hemos mencionado antes la implantación de una cultura y unos valores sólidos que fomenten un modelo de comportamiento ético y razonable no solo nos va a ayudar en la prevención de crisis sino que además incrementa la probabilidad

de una mejor gestión por parte del ejecutivo en momentos de crisis. Sin embargo, aunque el consejo consiga la implementación adecuada de esta cultura, es inevitable que en momentos de crisis las personas encargadas de liderar el negocio se vean sobrepasadas por las responsabilidades y obligaciones que esto conlleva, lo que puede generar que aun así se tomen decisiones equivocadas por falta de perspectiva. Por ello, más allá del papel que juega el consejo en la implementación estratégica de una cultura sólida, el gobierno corporativo efectivo exige también que el consejo sirva como apoyo y guía para el ejecutivo para seguir buscando la creación de valor a largo plazo y para asegurar la sostenibilidad del negocio después de la crisis.

### **Después de la Crisis**

La última fase fundamental en la estrategia de gestión de crisis es la vuelta a la “normalidad”, cuyo camino pasa por la evaluación de causas, la evaluación de resultados y la implementación de los cambios pertinentes a la luz de estas valoraciones (Coombs, 2007). Cuando la crisis ya ha pasado puede correrse el riesgo de desatender la importancia de identificar las causas de la crisis y los elementos que hayan podido empeorarla. Esto no parece ser un asunto urgente y siempre hay otros problemas que aparentemente están más arriba en la lista de prioridades. Sin embargo este proceso es crítico en la gestión de crisis ya que permite evaluar cuáles son los puntos débiles de la empresa e implementar soluciones que eviten que se vuelvan a producir los mismos fallos en el futuro. Por ello el consejo debe controlar que se lleven a cabo estos procesos y evaluar la manera de darles respuesta junto con el equipo de gestión, ofreciendo una visión más amplia del problema.

Además debe también evaluarse el impacto residual de la crisis en la empresa, como el estado de su reputación o de las relaciones con el entorno, las cuales pueden haberse visto perjudicadas por las fricciones causadas por la crisis y que deben ser reparadas (Bundy et al, 2016). De nuevo es la diversidad del consejo y su estatus de nexos con el entorno los que van a marcar la influencia que ejerce el consejo en este proceso. Son los encargados de escanear el entorno para ofrecer al ejecutivo información adicional para la toma de decisiones, de reestablecer las buenas relaciones con los distintos agentes y de garantizar que los cambios implementados en la estrategia



así como la definición de los nuevos objetivos responden adecuadamente a las deficiencias del sistema y a la búsqueda de la sostenibilidad en el largo plazo.

Para resumir, es fundamental que la estrategia de la empresa incluya un plan sólido de gestión de crisis ya que se trata de un evento inherente al entorno corporativo actual y la frecuencia y complejidad de las mismas no hace más que ir en aumento. Por su parte, dentro de las responsabilidades del consejo de administración destacamos un fuerte componente estratégico basado en sus funciones de “consejero” y gestor de relaciones con el entorno. Por ello se convierten en un activo de especial relevancia cuando la empresa se enfrenta a una crisis. Sin embargo, una buena estrategia de gestión de crisis comienza antes de que esto ocurra y continúa una vez la tormenta ha pasado, por lo que se requiere una participación más activa y continuada del consejo en el proceso estratégico. Hemos analizado cuáles son algunos de los retos más significativos a los que la empresa debe enfrentarse en cada una de las distintas fases de la gestión de crisis (antes, durante y después) y hemos identificado una serie de elementos que destacan a la hora de definir el papel del consejo en este proceso y la importancia de su involucración. El primero es la composición del consejo y en concreto la implementación de un nuevo concepto más amplio de diversidad que permita aportar más riqueza a las intervenciones del consejo como apoyo al proceso de toma de decisiones. El segundo elemento es el auge de una definición más inclusiva de la responsabilidad de la empresa, que implica tener en cuenta a todos los agentes de su entorno en la toma de decisiones, ya que estos se ven afectados por la actividad de la empresa y a su vez ellos pueden influir en los resultados de la misma. Esto requiere una fuerte involucración del consejo ya que es el encargado que escanear el entorno. El tercer elemento es la sustitución de la cultura del corto plazo por el largo plazo para lograr una mayor estabilidad y la creación de valor real, y el cuarto es la búsqueda de un modelo de negocio sostenible. Como modelador del contexto estratégico de la empresa, el consejo tiene la capacidad de influir para garantizar que estos objetivos entren y se mantengan en la agenda corporativa. Todos estos elementos van a determinar las funciones del consejo en la gestión de riesgos y la implementación de una cultura favorable para prevenir las crisis, en la elaboración de un plan sólido y coherente de gestión de crisis, en la implementación de una respuesta efectiva y la minimización de daños cuando una crisis ocurre y en garantizar una adaptación adecuada del negocio a la

nueva situación garantizando que esta experiencia se convierta en una oportunidad de aprendizaje.

## **Conclusión**

El objetivo de este trabajo es el de analizar la naturaleza de la relación existente entre el gobierno corporativo y la gestión de crisis. Observamos que uno de los principales obstáculos en este estudio es que las recomendaciones consideradas necesarias para un óptimo funcionamiento del consejo parecen no estar teniendo el efecto esperado. En un principio planteamos que esto podría deberse a dos motivos: bien que las recomendaciones ofrecidas no fueran las adecuadas o bien que los consejos adoptan estas medidas como un acto simbólico de legitimación social, pero no se comprometen a realizar verdaderos cambios, por lo que los resultados de estas medidas no llegan a apreciarse.

Sin embargo, tras un repaso más profundo de la literatura empírica en relación al gobierno corporativo y la gestión de crisis nos damos cuenta de que la realidad es algo más compleja y que ninguno de estos dos motivos resulta suficiente para explicar los fallos del sistema corporativo. Los resultados nos ofrecen una tercera alternativa, y es que los parámetros escogidos para dar forma a las recomendaciones de buenas prácticas hacen referencia a las circunstancias que se consideran óptimas para el desarrollo de la actividad corporativa desde un punto de vista de estabilidad. Sin embargo, en circunstancias adversas las prioridades de los distintos agentes económicos cambian, por lo que varios de estos parámetros dejan de ser aplicables al no dar respuesta a las necesidades reales de ese momento. Además estas discrepancias se magnifican por el hecho de que el periodo en el que el consejo adopta un papel más activo es precisamente en estos momentos de crisis. Yendo un paso más allá, observamos que estas discrepancias no se dan únicamente en contextos económicos distintos, sino que la influencia del gobierno corporativo varía también en función de factores como el sector económico de las empresas, la madurez del sector, el tipo de estructura de capital, el país o la cultura, y aunque no disponemos de información suficiente para corroborarlo, probablemente también en función del tipo de crisis. Por ello nos queda claro que resulta extremadamente complicado aislar variables concretas que nos permitan mejorar claramente la efectividad del gobierno corporativo. Sin embargo, descubrimos que sí

parece haber un hilo conductor que podría guiar la dirección que deberían tomar las recomendaciones de buenas prácticas en relación a la gestión de crisis. Y es que muchos estudios coinciden en que una apuesta por un papel más estratégico del consejo frente al papel de supervisión parece tener un efecto positivo a la hora de enfrentarse a una crisis. Esta conclusión se ve reforzada por la revisión de la literatura que realizamos posteriormente en relación a este papel estratégico y a los modelos de gestión de crisis considerados más efectivos ,ya que descubrimos que efectivamente las competencias que favorecen una mejor gestión de crisis por parte del consejo son aquellas de alto contenido estratégico, y además resultan ser también las más adecuadas para dar respuesta a los retos a los que se enfrentarán las compañías y los consejos en los próximos años. Por ello creemos que sería interesante que las próximas líneas de estudio en torno a este tema intentaran centrarse en analizar características del consejo más cercanas a esta nueva generación de recomendaciones. Sin embargo debemos mencionar que es cierto que existen limitaciones en cuanto a la capacidad de definir variables para la medición y comparación de algunos de estos elementos como la diversidad o la sostenibilidad que resultan conceptos mucho más amplios y relativos. Aun así concluimos que definitivamente no se puede ignorar que el rumbo del gobierno corporativo está cambiando, y las circunstancias de alta inestabilidad que vienen marcando las últimas décadas refuerzan nuestro argumento de que su papel en la gestión de crisis merece ser seguido de cerca ya que promete volver a convertirse en el centro de la nueva revolución corporativa.

## **Bibliografía**

- Alpaslan, C.M., Green, S.E. y Mitroff, I.I. (2009), Corporate Governance in the Context of Crises: Towards a Stakeholder Theory of Crisis Management. *Journal of Contingencies and Crisis Management*, 17: 38-49. Recuperado de: doi:10.1111/j.1468-5973.2009.00555.x
- Bainbridge, S. ( 2002) Why a Board? Group Decision making. *Corporate Governance*, 55 *Vanderbilt Law Review*, 1, 1-55, 4-5. Recuperado de: <http://law.vanderbilt.edu/publications/vanderbilt-lawreview/archive/volume-55-number-1-january-2002/index.aspx>.
- Brecher, M. (1979). State Behavior in International Crisis: A Model. *Journal of Conflict Resolution*, 23(3): 446–480
- Bubbico, R., Giorgino, M. y Monda, B. (2012). The Impact of Corporate Governance on the Market Value of Financial Institutions: Empirical Evidences from Italy.
- Bundy, J., Pfarrer, M.D., Short, C.E., y Coombs, W.T. (2017). Crises and Crisis Management: Integration, Interpretation, and Research Development. *Journal of Management*, 43, 1661-1692.
- Carlson, R., Valdes, C. & Anson, M. (2003). Share ownership: The foundation of corporate governance. *Journal of Investment Compliance*. 4. 54-61.
- Coombs, T. (2007). *Crisis Management and Communications*.
- Crandall, W., Parnell, J. A., y Spillan, J. E. (2014). Crisis management: Leading in the new strategy landscape.
- Cuervo-Cazurra, Alvaro y Aguilera, Ruth. (2004). Codes of Good Governance Worldwide: What Is the Trigger?. *Organization Studies*. 25(3):417-446.
- Daily, C.M., Dalton, D.R. y Cannella, A.A. (2003), ‘Corporate Governance: Decades of Dialogue and Data’, *Academy of Management Review*, Volume 28, Number 3, pp. 371–382. Recuperado de : [https://pdfs.semanticscholar.org/2589/d230fc1d6634eb2edf3093c920512bd7b783.pdf?\\_ga=2.6817713.288447279.1592385789-457228403.1591945550](https://pdfs.semanticscholar.org/2589/d230fc1d6634eb2edf3093c920512bd7b783.pdf?_ga=2.6817713.288447279.1592385789-457228403.1591945550)

- Erkens, D., Hung, M. y Matos, P. (2012). Corporate Governance in the 2007-2008 Financial Crisis: Evidence from Financial Institutions Worldwide. *Journal of Corporate Finance*. 18. 10.2139/ssrn.1397685.
- Essen, M., Engelen, P.J., y Carney, M.. (2013). Does 'Good' Corporate Governance Help in a Crisis? The Impact of Country- and Firm-Level Governance Mechanisms in the European Financial Crisis. *Corporate Governance An International Review*. 21. 10.1111/corg.12010.
- Geithner, T. (2009) U.S. Department of the Treasury. Recuperado de: <https://www.treasury.gov/press-center/press-releases/Pages/tg163.aspx>
- Guptaa, K., Krishnamurtib, C. y Tourani-Rada, A. (2013). Is corporate governance relevant during the financial crisis? *Journal of International Financial Markets, Institutions & Money*. 23, 85– 110. Recuperado de: <http://dx.doi.org/10.1016/j.intfin.2012.10.002>
- Hendry, K. y Kiel, G.. (2004). The Role of the Board in Firm Strategy: Integrating Agency and Organisational Control Perspectives. *Corporate Governance: An International Review*. 12. 500-520.
- Knight, R. F. y Pretty, D. J.. (1997). The impact of catastrophes on shareholder value. *The Oxford Executive Research Briefings*. Templeton College.
- Lipton, M., Rosenblum, S., Cain, K., Niles, S., Chanani, V. y Iannone, K. (2017) Some Thoughts for Boards of Directors in 2018. Recuperado de: <https://clsbluesky.law.columbia.edu/2017/12/05/wachtell-lipton-offers-thoughts-for-boards-of-directors-in-2018/>
- Lopez, F. y Pereira, M. (2006). Análisis internacional de los códigos de buen gobierno. *Universia Business Review*. 11.
- Lorsch, J. W. y MacIver, E. (1989) Pawns or Potentates: The Reality of America's Corporate Boards. *The Executive* Vol. 4, No. 4 pp. 85-87 Recuperado de: <https://www.jstor.org/stable/4164980?seq=1>
- Manzaneque, M., Priego, A. y Merino, E. (2015) Corporate governance effect on financial distress likelihood: Evidence from Spain. *Revista de Contabilidad –*

Spanish Accounting Review 19 (1) 111–121. Recuperado de:  
<https://doi.org/10.1016/j.rcsar.2015.04.001>

Masli, A., Sherwood, M.G. y Srivastava, R.P. (2018), Attributes and Structure of an Effective Board of Directors: A Theoretical Investigation. *Abacus*, 54: 485-523.

Mitchell, R.K., Agle, B.R. y Wood, D.J. (1997), ‘Toward a Theory of Stakeholder Identification and Salience: Defining the Principle of Who and What Really Counts’, *Academy of Management Review*, Vol. 22, pp. 853–886

Molano -León, R. (2011). *The roles of the board of directors: the unresolved riddle*, *Vniversitas* n°122: 541-602.

Nicholson, G.J. y Kiel, G.C. (2007), Can Directors Impact Performance? A case-based test of three theories of corporate governance. *Corporate Governance: An International Review*, 15: 585-608. Recuperado de: [doi:10.1111/j.1467-8683.2007.00590.x](https://doi.org/10.1111/j.1467-8683.2007.00590.x)

Nielsen, S. y Huse, M. (2010) The Contribution of Women on Boards of Directors: Going beyond the Surface. *Corporate Governance: An International Review*, 18(2): 136–148.

OECD (1999). *Corporate Governance Principles*. Recuperado de:  
[https://www.oecd.org/officialdocuments/publicdisplaydocumentpdf/?cote=C/MIN\(99\)6&docLanguage=En](https://www.oecd.org/officialdocuments/publicdisplaydocumentpdf/?cote=C/MIN(99)6&docLanguage=En)

OECD (2009) *Corporate Governance and the Financial Crisis: Key Findings and Main Messages*. Recuperado de:  
<https://www.oecd.org/corporate/ca/corporategovernanceprinciples/43056196.pdf>

O’Kelley, R. y Goodman, A. (2020). 2020 Global and Regional Corporate Governance Trends. *Harvard Law School Forum on Corporate Governance*. Recuperado de:  
<https://corpgov.law.harvard.edu/2020/01/18/2020-global-and-regional-corporate-governance-trends/>

- Pargendler, M. (2016) The Corporate Governance Obsession. *Journal of Corporation Law*, Vol. 42, No. 2, pp. 359-402 . Available at SSRN: <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.2491088>
- Permanent Subcommittee on Investigations of the Committee on Governmental Affairs United States Senate. (2002) The Role of the Board of Directors in Enron's Collapse.. 107th Congress 2d Session . Report 107 -70. Recuperado de: <https://www.iasplus.com/en/binary/resource/enronboard.pdf>
- Pearson, C.M. y Clair, J.A. (1998), 'Reframing Crisis Management', *Academy of Management Review*, Volumen 23, Número 1, pp. 59–77. Recuperado de: <https://www.jstor.org/stable/259099?origin=crossref&seq=1>
- Pintea M.O.y Fulop M.T (2015). "Literature Review On Corporate Governance - Firm Performance Relationship," *Annals of Faculty of Economics, Universidad de Oradea, Facultad de Economía*, vol. 1(1), p. 98-854.
- Porta, R., Lopez de Silanes, F. y Shleifer, A. (1999). *Corporate Ownership Around the World*. *The Journal of Finance*. Vol. Liv, No. 2
- Price Waterhouse Cooper (2017) How can your Board be ready for a crisis? Recuperado de: <https://www.pwc.com/us/en/governance-insights-center/publications/assets/pwc-how-your-board-can-be-ready-for-crisis.pdf>
- Pucheta-Martínez, M. (2015) El papel del Consejo de Administración en la creación de valor en la empresa. *Revista de Contabilidad – Spanish Accounting Review* 18 (2), 148–161. Recuperado de: <http://dx.doi.org/10.1016/j.rcsar.2014.05.004>
- Quarantelli, E.L. (1988). Disaster Crisis Management: A Summary of Research Findings. *Journal of Management Studies*, 25(4) 373–385. Recuperado de: <http://citeseerx.ist.psu.edu/viewdoc/download?doi=10.1.1.460.7005&rep=rep1&type=pdf#page=7>
- Rossi, M., Nerino, M. y Capasso, A. (2015). Corporate governance and financial performance of italian listed firms. The results of an empirical research. *Corporate Ownership and Control*. 12. 628-643.

- Stewart, E. (2019) The Volfefe Index, Wall Street's new way to measure the effects of Trump tweets, explained Recuperado de: <https://www.vox.com/policy-and-politics/2019/9/9/20857451/trump-stock-market-tweet-volfefe-jpmorgan-twitter>
- Stiles,P. y Taylor,B (2001). Boards at work. How directors view their roles and responsibilities. Oxford: Oxford University Press
- Sturm, M.E. (2016). Corporate Governance in the EU and U.S.: Comply-or-Explain Versus Rule. European Union Law Working Papers, No. 16, Stanford-Vienna Transatlantic Technology Law Forum.
- Subramanian, G. (2015). Corporate Governance 2.0. Harvard Business Review. <https://hbr.org/2015/03/corporate-governance-2-0>
- Villanueva-Villar, M., Rivo-López, E. y Lago-Peñas, S. (2016) On the relationship between corporate governance and value creation in an economic crisis: Empirical evidence for the Spanish case. BRQ Business Research Quarterly. 19, 233---245.Recuperado de: <http://dx.doi.org/10.1016/j.brq.2016.06.002>
- Vintilă, G. & Păunescu, R. y Gherghina, Ș.C. (2015). Does Corporate Governance Influences Corporate Financial Performance? Empirical Evidences for the Companies Listed on US Markets. International Business Research. 8. 27-49.