

Caso de Enseñanza: Apertura de Capital e Implantación de Sistema de Gobernanza Corporativa en una Empresa Familiar

Resumen

Prime Hospitality Group (PHG) es una empresa familiar, fundada hace 17 años por el Sr. Milton Albuquerque, con hoteles y *resorts* esparcidos en diversas regiones del País. Recientemente, la compañía decidió realizar una apertura de capital en la BM&FBOVESPA. No obstante, la realización de un IPO motiva diversas alteraciones en la estructura de la empresa. Esas mudanzas generan costes y alteran la visión de los miembros de la familia y de los diversos *stakeholders* involucrados en el proceso. El presente caso propone una asertiva del impacto de la implantación de un mecanismo de gobernanza corporativa, en virtud de la realización de la apertura de capital en una empresa familiar.

Palabras clave: IPO; Empresa Familiar; Gobernanza Corporativa, Caso de Enseñanza.

Isaac Gezer Silva de Oliveira

Máster en Ciencias Contables por la Universidad Federal de Espírito Santo (Ufes) y Profesor del Instituto Federal de Espírito Santo (Ifes). **Contacto:** Rodovia ES-010 - km 6,5, Manguiinhos, Serra-ES, CEP: 29150410.
E-mail: isaac@ifes.edu.br

Herbert Simões Rodrigues

Máster en Ciencias Contables por la Universidad Federal de Espírito Santo (Ufes) y Auditor Fiscal de la Recaudación Estatal – Sefaz-ES. **Contacto:** Rua João Batista Parra, 600, Enseada do Suá, Vitória-ES, CEP: 29050-375.
E-mail: hrodrigues@sefaz.es.gov.br

William Brasil Rodrigues Sobrinho

Máster en Ciencias Contables por la Universidad Federal de Espírito Santo (Ufes) y profesor del Instituto Federal de Educación, Ciencia y Tecnología de Tocantins (IFTO). **Contacto:** Av. Joaquim Teotônio Segurado, Qd 202 Sul, ACSU-SE 20, Cj 01, Lote 08, Sul, Palmas-TO, CEP: 77.020-450.
E-mail: william@ifto.edu.br

José Elias Feres De Almeida

Doctor en Controladuría, Contabilidad por la USP y Profesor de la Universidad Federal de Espírito Santo (Ufes). **Contacto:** Av. Fernando Ferrari, 514, CCJE, ED-VI, Goiabeiras, Vitória- ES, CEP: 29075910.
E-mail: jose.e.almeida@ufes.br

1. Introducción

Prime Hospitality Group (PHG) es una empresa del segmento hotelero, con 13 hoteles y *resorts* situados en diversas regiones del País. Sus actividades se iniciaron hace 17 años con el *Deluxe Rio*, localizado en la ciudad de Rio de Janeiro. Con el intuito de tornarse más competitiva y garantizar su supervivencia frente a las grandes redes de hoteles, sus socios resolvieron abrir el capital lanzando acciones en la bolsa de valores.

El complejo hotelero de la PHG busca atraer a diferentes públicos, aprovechando la diversificación cultural del País y priorizando elementos, como confort, contacto con la naturaleza, *design* y arquitectura, además de lujo y exclusividad.

La compañía mantiene una gran oficina en el *Business Center Space*, también localizado en la ciudad de Rio de Janeiro, lugar en el cual recibe a sus clientes, operadores de viajes y donde también son realizados los negocios y colaboraciones estratégicas. Solamente la oficina de la empresa cuenta con 78 colaboradores, incluyendo la alta gestión, que tiene como CEO al fundador de la empresa, y como directores, a dos de sus tres hijos. Muchos empleados son parientes del fundador, que cuenta con tres generaciones de la familia actuando directamente en los negocios.

La empresa también posee una fuerte visión socioambiental y busca mecanismos de desarrollo sostenible. En ese sentido, uno de los focos de la compañía es colaborar en la solución de problemas sociales de la región en la cual los hoteles de la red están inseridos. Para eso, busca absorber la mano de obra local, cualificándola con un intenso programa de entrenamiento. Además de eso, se promueve la venta de artesanía, producido por la región, en las tiendas de los hoteles, así como utiliza productos oriundos de la agricultura familiar de ranchos localizadas en las regiones donde actúa.

La mayor parte de los emprendimientos erguidos por la PHG fue financiada por medio de préstamos bancarios y colaboraciones estratégicas con otros grupos. Esta última forma de financiamiento fue muy utilizada para la expansión de la red. Así pues, cada nuevo emprendimiento, se buscaban colaboraciones con otras redes hoteleras o grupos de inversores. Sin embargo, frente al crecimiento de la empresa y a la necesidad de un mejor desempeño económico y financiero, tales estrategias ya no eran sostenibles, tornando la apertura de capital de la empresa una medida económicamente viable.

La apertura de capital, por tanto, fue la estrategia adoptada por la empresa para mejorar su *performance* económico-financiera y garantizar nuevas inversiones para la red hotelera, aprovechando, así, el crecimiento del turismo en diversas regiones brasileñas en consecuencia de la dinámica favorable de desarrollo macroeconómico del País.

La PHG cuenta con competencia directa de, por lo menos, cinco grandes redes de hoteles. La empresa, de control familiar, dirigida por su fundador, el Sr. Albuquerque, facturaba, en 2010 (antes de la apertura de capital), 600 millones de reales.

La empresa objetivaba crecer y llegar a los primeros mil millones de reales para acompañar a su competencia. La preparación duró casi siete años. La empresa tuvo que contratar una consultoría para investigación de informaciones, que consumió una buena parte de ese tiempo.

Acerca del proceso de apertura de capital de la PHG, el Sr. Albuquerque, fundador y socio mayoritario, en una de las reuniones con la consultoría, comentó lo siguiente:

Siempre fui resistente en relación a la real necesidad de que la empresa abra y disperse su capital, pero los tiempos han cambiado. Incluso con la reducción de mi control accionario, la PHG va a perfeccionarse, modernizar y profesionalizar más todavía, con el objetivo de presentar un alto nivel de crecimiento y rentabilidad futura. No obstante, el desafío es enorme, y una de las mayores dificultades será modificar la cultura de nuestra organización para adecuarnos a ese nuevo proceso.

Sin embargo, para atraer a los accionistas, es necesario invertir en mecanismos de gobernanza corporativa que propicien la generación de valor de largo plazo para la empresa y posibiliten al inversor acceso a informaciones financieras tempestivas y transparentes.

2. Implantación del Sistema de Gobernanza Corporativa en la PHG

El foco de la PHG fue adoptar el camino de apertura de capital a fin de captar recursos, en el mercado de capitales, para financiar sus proyectos de crecimiento y tornarse más competitiva frente a la alta competencia en el sector hotelero. El actual ambiente exige que las empresas busquen inversiones en innovación y diferenciales competitivos, y la apertura de capital tiende a propiciar eso.

La empresa contrató una consultoría, la *Master Partner Consulting*, para asesorar el proceso de IPO y la adopción de buenas prácticas de gobernanza corporativa. El consultor destacó, ya en la primera reunión, las ventajas que las compañías encuentran al abrir capital, además de una mayor facilidad de acceso a recursos para financiamiento de proyectos de crecimiento están: (i) mayor acceso a capital para financiamiento de proyectos de inversiones y mayor liquidez patrimonial para los socios; (ii) posibilidad de utilización de acciones como pago en adquisiciones, (iii) referencial de evaluación del negocio, que pasa a ser evaluado por una gama de inversores de forma constante, siendo que el intercambio de informaciones con el mercado subsidia decisiones estratégicas más elaboradas y planificadas; y, por fin, (iv) mejoría de la imagen institucional, una vez que pasa a tener más proyección y reconocimiento con sus *stakeholders*.

En su proceso de apertura de capital, la PHG resolvió emitir solamente acciones ordinarias y asegurar que como mínimo un 25% del capital total esté en circulación, además de cumplir los estándares mínimos de divulgación trimestral de informaciones y elaborar demostraciones financieras anuales, inclusive demostraciones de flujo de caja, en conformidad a las exigencias de la Ley n.º 11.638/2007 y normas internacionales de contabilidad (IFRS).

La compañía se comprometió, también, a partir de sus mecanismos de gobernanza corporativa, a mantener un canal abierto de relaciones con inversores (RI), así como realizar, por lo menos una vez al año, reunión pública con analistas y cualesquiera otros interesados, para divulgar informaciones referentes a su situación económico-financiera, sus proyectos y perspectivas y, también, cumplir todas las reglas de divulgación y uso de informaciones exigidas por la instrucción de la Comisión de Valores Mobiliarios n.º 358/2002 (Comisión de Valores Mobiliarios - CVM, 2002).

En relación a la estructura de propiedad, después de la apertura de capital, la familia todavía poseerá el control accionario con aproximadamente un 30,30% de la propiedad, con otro 16,88% en las manos de un grupo de inversión extranjero y un 16,38% en poder de inversores institucionales. La Tabla 1 presenta la composición accionaria de la PHG después de la apertura de capital, con un 30,47% de las acciones dispersas entre otros inversores minoritarios.

Tabla 1

Composición Accionaria de la PHG después de la Apertura de Capital

Accionista	Cantidad. de Acciones ON	Acciones ON (%)
Albuquerque Participaciones	158.797.753	30,30
ChanInvest	88.458.605	16,88
Fondos de Pensión	54.871.551	10,47
Alpha Investimentos	24.699.654	4,71
IG Participações e Empreendimentos	6.292.822	1,20
Administradores	31.271.901	5,97
Acciones en Circulación / Inversores Minoritarios	159.650.016	30,47
Total	524.042.302	100,00

Fuente: elaborado por los autores

Para la implantación del sistema de Gobernanza Corporativa (GC) con base en las directrices del Instituto Brasileño de Gobernanza Corporativa (IBGC), la PHG, estableció los siguientes mecanismos: (i) Consejo de Administración, con 9 miembros siendo, un presidente elegido por mandato de 2 años, pudiendo ser reelegido; (ii) Consejo Fiscal, de carácter permanente e independiente, compuesto por 3 miembros; (iii) Comité de Auditoría, con 5 miembros; (iv) Auditoría Externa; y (v) Consejo de Gestión Familiar, todavía en fase de implantación. El organograma con líneas de funciones y jerarquía fue reportado en el Apéndice 2.

Fueron aprobadas en asamblea, a partir de un nuevo regimiento interno, las atribuciones y responsabilidades del Consejo de Administración. Los nueve miembros que componen el consejo poseen mandato de dos años. Son miembros del Consejo de Administración, conforme Tabla 2, el Sr. Albuquerque que también CEO (*Chief Executive Officer*) y presidente del consejo de administración, el Sr. Antônio Benedito Faria, actual CFO (*Chief Financial Officer*), el Sr. Paulo Mendes, contador de la empresa desde su creación, el Sr. Aliel Farahat, miembro representante del grupo inversor extranjero *ChanInvest*, además de otros cinco miembros, siendo dos de estos consejeros independientes.

Tabla 2

Composición del Consejo de Administración

Miembro y edad	Formación	Cargo	Otros Cargos	Elegido
Milton Albuquerque, 73	Ingeniero Civil	Presidente	CEO	Elegido por el Controlador
Antônio Benedito Faria, 46	Ingeniero de Producción y Contador	Consejero Efectivo	CFO	Elegido por el Controlador
Paulo Mendes, 39	Contador	Consejero Efectivo	Contador	Elegido por el Controlador
Aliel Farahat, 61	Economista	Consejero Efectivo	No	Elegido por el Controlador
João Paulo Coelho, 42	Economista	Consejero Efectivo	No	Elegido por el Controlador
Letícia Daleprane, 45	Administradora	Consejero Independiente	No	Elegido por los Accionistas Minoritarios
Rodolfo Sanchotene, 50	Ingeniero Civil y Administrador	Consejero Independiente	No	Elegido por los Accionistas Minoritarios
Clarice Maita, 41	Turismóloga	Consejero Efectivo	No	Elegido por el Controlador
Pablo Almodovar, 38	Administrador y Contador	Consejero Efectivo	No	Elegido por el Controlador

Fuente: elaborado por los autores

Las atribuciones del Consejo de Administración, órgano de deliberación colegiada, son formular, dirigir y controlar las políticas, directrices y estrategias de largo plazo de la compañía, además de otras decisiones de inversión, financiamiento y gestión estratégica de personas.

Por su parte el Consejo Fiscal fue estructurado con la misión de fiscalizar los actos de la administración, actuando como un control independiente de los socios. El Consejo Fiscal fue instituido con tres miembros independientes, todos con formación y experiencia en las áreas contable y fiscal y con especialización en auditoría.

Por su vez, el Comité de Auditoría fue instaurado como órgano responsable por el análisis de las demostraciones financieras y supervisión del área financiera, así como por la elaboración del código de conducta de la organización. Para componer el Comité de Auditoría Interna de la compañía, se establecieron tres miembros. Uno de ellos fue Carlos Daniel, que era director financiero de la empresa y fue nombrado presidente del comité, y los otros dos son miembros independientes con experiencia en el área.

Subordinada al Comité de Auditoría, mencionado arriba está la Auditoría Interna, que tiene por objetivo examinar la integridad, la adecuación y la eficacia de los controles internos y de las informaciones físicas, contables, financieras y operacionales de la entidad.

Para formar el cuerpo de auditoría interna de la PHG, fue instituido un sector denominado Gerencia de Controladuría, que tuvo a todos sus empleados contratados para este fin. No obstante, este órgano todavía encuentra dificultades para actuación efectiva, debido a diferencias estructurales encontradas en la gestión y en las políticas contables adoptadas en cada hotel. Ocurre que la red tenía tres segmentos de mercado. Un segmento orientado hacia sus hoteles de lujo y *resorts*; otro segmento de característica intermedia, con hoteles económicos; y el tercero con el concepto de hoteles *boutique* con propuesta más intimista y singular. Con eso, cada control era efectuado de forma independiente. No obstante, ahora necesitaba una estandarización, pero sin mudar el carácter de los segmentos. Con eso, las funciones del sector todavía no conseguirían ser totalmente integradas y efectuadas conforme su proyecto inicial.

En relación a la Directoría Ejecutiva de la empresa, conforme la Tabla 3, forman parte el Sr. Albuquerque (principal ejecutivo), el Sr. Antônio Benedito Faria (Director Financiero), el Sr. Alexander Belfiore (Director de Relación con Inversores), el Sr. Carlos Vasconcellos (Director de Administración y Desarrollo de Personas) y dos hijos del CEO, el Sr. Daniel Albuquerque (Director de Nuevos Negocios) y Paulo Albuquerque (Director Comercial). El otro hijo, Pedro Albuquerque, formaba parte de la Directoría Ejecutiva hasta mediados de 2012, no obstante, problemas internos que serán discutidos más adelante lo alejaron del cargo.

Tabla 3

Composición de la Directoría Ejecutiva

Miembro y edad	Formación	Cargo	Otros cargos
Milton Albuquerque, 73	Ingeniero Civil	Director Ejecutivo	Presidente del Consejo
Antônio Benedito Faria, 46	Ingeniero de Producción y Contador	Director Ejecutivo Financiero	Consejero
Alexander Belfiore, 42	Contador	Director de RI	No
Carlos Vasconcellos, 51	Administrador	Director de Administración y DP	No
Daniel Albuquerque, 40	Administrador	Director de Nuevos Negocios	No
Paulo Albuquerque, 36	Abogado	Director Comercial	No

Fuente: elaborado por los autores.

El sector de Relación con Inversores (RI) fue implantado para divulgación de las informaciones a los usuarios externos, y también está en proceso de implantación un Consejo de Gestión Consultivo, formado por especialistas en gestión contratados de la empresa que prestaba consultoría empresarial para el grupo.

Con la implantación del sistema de gobernanza corporativa, la PHG pretende establecer una buena imagen frente a sus inversores, con transparencia y equidad en las informaciones. La PHG entiende que el proceso de gobernanza corporativa debe ser continuo y acompañar el crecimiento de la compañía.

3. Ventajas, desventajas y desafíos inherentes al proceso de apertura de capital

El marco inicial del crecimiento de la PHG se dio en 2003 cuando la empresa inauguró dos *resorts* en Fortaleza (CE), que sumados al *Deluxe Rio*, hicieron que la empresa presentase excelentes resultados económicos y financieros. De ojo en los crecientes negocios de la empresa, el fondo extranjero de inversiones, *ChanInvest*, compró aproximadamente el 17% de la empresa, en 2004, y trazó un plan de expansión conjuntamente con el grupo familiar, que contaba con el hijo más joven, recién llegado de estudios en el área de gestión en una renombrada escuela de negocios en los Estados Unidos.

Las primeras discusiones para listado en la bolsa comenzaron en el inicio de 2005. No obstante, en 2007, todavía en proceso de preparación para la apertura en etapa bien avanzada, la inversión fue suspendida debido a la crisis económica de 2008. La oferta pública inicial fue programada para 2009. No obstante, la empresa no presentó un buen resultado financiero en el año corriente y decidió adiar la apertura de capital durante un año más. Una nueva planificación fue iniciada en 2010 y el proceso de apertura se concretó al final de 2011.

A finales de 2012, poco más de un año después de la apertura en la bolsa, la compañía era evaluada por el mercado en 2,3 mil millones de reales. En el año 2012, la recaudación líquida de la empresa había alcanzado 850 millones de reales, un 40% más que el mismo período del año anterior.

Inmediatamente después de la etapa de apertura de capital, por medio de la oferta pública inicial o “IPO” (siglas en inglés para *Initial Public Offering*), la empresa captó casi mil millones de reales, los cuales fueron invertidos en la adquisición de un famoso hotel de 5 estrellas en la ciudad de Brasília, perteneciente a otro grupo de hoteles (un hotel orientado al turismo de negocios). Esta adquisición fue considerada una estrategia agresiva, dada la alta competencia en el sector hotelero en la capital del Brasil. Dentro del plan de expansión, otra fuerte inversión que la empresa hizo, en el mes de octubre de 2012, fue la adquisición de un *resort* situado a la orilla del mar en la ciudad de Natal (RN). El anuncio de compra repercutió muy bien en el mercado, y las acciones de la empresa obtuvieron un positivo aumento, ocasionando un retorno anormal acumulado de casi un 20%, en torno de los 5 días anteriores y 15 días posteriores al evento, representado en el Gráfico 1.

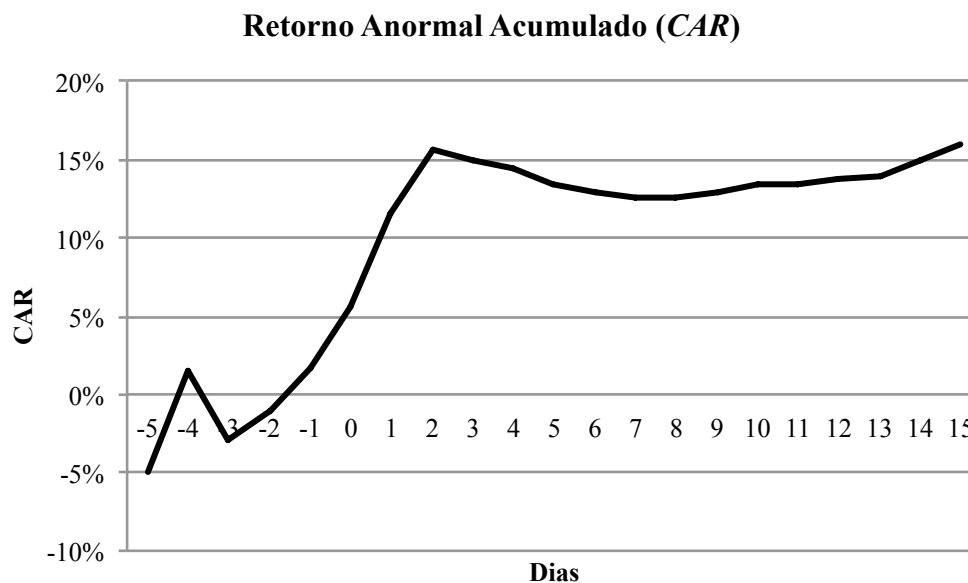


Gráfico 1. Retorno anormal acumulado (CAR) de las acciones de la PHG después de la señalización de compra de un nuevo *resort*

Fuente: elaborado por los autores.

Una de las principales dificultades encontradas desde el inicio del proceso fue la divergencia familiar en relación a la apertura de capital. El padre y su hijo más joven estaban a favor mientras que los otros dos hijos defendían que era más viable para la empresa continuar buscando recursos en el sistema financiero.

Es importante destacar que la PHG es una empresa familiar y, como compañía abierta, su estructura de propiedad pasa a adquirir una complejidad cada vez mayor. Con la apertura de capital, la empresa obtuvo varias ventajas, tales como (i) diversificación de las alternativas de captación de recursos; (ii) mayor liquidez patrimonial a sus accionistas; (iii) fortalecimiento de la imagen institucional; y (iv) la profesionalización de la gestión. Algunas de esas ventajas fueron inmediatas y otras están siendo alcanzadas o serán más percibidas con el tiempo.

No obstante, los beneficios alcanzados estuvieron unidos a altos costes, inherentes a las empresas de capital abierto. En el primer año de compañía abierta, la PHG tuvo costes operacionales calculados en 925 mil reales, incluyendo (i) auditoría externa anual y trimestral; (ii) publicaciones de demostraciones financieras; (iii) anualidad y tasa de fiscalización de la CVM; (iv) costes de consultoría y entrenamiento de los agentes involucrados en el proceso de apertura, (v) costes con la implantación del sector de relacionamiento con inversores; y (vi) costes relacionados a remuneración de los administradores, en razón del mayor nivel de tareas y entrada de consejeros independientes.

Además de los costes asociados, el proceso de apertura consiste en una transformación de la organización. La entrada de nuevos socios en la empresa de estructura que era familiar constituye una mudanza de paradigma en la gestión y en la cultura de la empresa. Por tanto, fue preciso abandonar algunos trazos de empresa familiar y pasar a adoptar una cultura de empresa abierta. Este tal vez sea el desafío más complejo enfrentado por la PHG.

Anderson Albuquerque Neto, perteneciente a la tercera generación de la empresa, actúa como gerente del principal hotel de la compañía y destaca que una de las dificultades culturales encontradas por los miembros familiares fue la visibilidad que la familia controladora de la empresa obtuvo en los medios y con personas de su convivencia social, que pasaron a conocer el patrimonio de la familia, una vez que pasó a ser visible en las demostraciones financieras de la empresa. Por tanto, tales cifras llevaron algún impacto psicológico a los miembros de la familia y demás personas de convivio social.

Hay muchas dificultades en dejar exentos los sentimientos afectivos de aspectos familiares entre los miembros parientes de la alta gestión. Para eso, la empresa ha valorizado la implantación del Consejo de Gestión Familiar como forma de trabajar los problemas sucesorios, discusión de las divergencias familiares, las posibles dificultades en separar cuestiones familiares y empresariales, e incentivar una administración de conflictos positiva entre las tres generaciones de la familia que trabajan en la compañía. El consejo de gestión familiar será consultivo y actuará, por tanto, como un nexo entre las cuestiones familiares y los negocios de la compañía, o sea, una conexión entre la familia, el Consejo de Administración, la Dirección Ejecutiva y los socios minoritarios. De ese modo, el consejo no integra el sistema de gestión de la empresa y tiene la propuesta de direccionar las expectativas de la familia en relación a la sociedad.

Otro aspecto complejo es en relación a la propia transparencia. El Sr. Albuquerque todavía es muy reticente en relación a las divulgaciones. El fundador enfatiza los aspectos negativos frente a su competencia y proveedores, cuando conocen los planes de crecimiento de la empresa, una vez que resultan evidenciados en los datos financieros y mercadológicos divulgados. El CEO argumenta: “Ese aspecto, en un mercado con mucha competencia como el de los hoteles, puede ser de hecho complicado para empresa, pues antes conseguimos preservar informaciones estratégicas para la competición en el mercado”. Además del paradigma de la divulgación, el Sr. Albuquerque se enfrentó a problemas oriundos del equilibrio de control. Cuando la empresa era de capital cerrado, las más importantes decisiones de la compañía estaban centradas en él. No obstante, ahora sus decisiones deben ser tomadas respondiendo a los humores y expectativas del mercado, a los deseos de los fondos de inversiones nacionales y extranjeras y a las expectativas de los inversores.

En lo referente a las dificultades estructurales en la implantación del nuevo objetivo administrativo, el principal problema enfrentado fue el propio sistema de gestión de la PHG, que mantenía estándares diferentes para los distintos seguimientos de sus hospedajes. La expansión de la red implica no solamente la construcción de nuevos hoteles, sino también la adquisición de otros. Ese proceso, muchas veces, es moroso debido a las negociaciones y lleva a grandes desafíos, como, por ejemplo, mantener, o no, a los empleados de la red antigua.

Además, se destaca la preparación de la compañía para la apertura de capital e implantación del sistema de gobernanza corporativa. En consecuencia del tamaño de la empresa y de la complejidad del proceso, se tardó casi tres años (Apéndice 1) para la implantación del sistema de gobernanza, además de los elevados costes en función de la creación y aumento de la calidad del controle.

4. Cuestiones familiares, de gobernanza y de control.

Un hecho que llamó la atención a lo largo de todo el proceso de apertura de capital de la PHG fue que se vehiculó una noticia a respecto de un problema en la gobernanza de la compañía. A mediados de marzo de 2012, aproximadamente tres meses después de la apertura de capital de la empresa, Pedro Albuquerque, uno de los directores ejecutivos de la empresa e hijo del Sr. Albuquerque, habría aprobado una reducción en los intereses de un préstamo para una empresa coligada de la PHG, denominada Lazertop Ltda. Uno de los propietarios de la empresa favorecida sería primo de Pedro. El préstamo en cuestión, en el valor aproximado de 26 millones de reales, tuvo su montante reducido en aproximadamente 9 millones de reales. Además de ignorar el regimiento interno de la empresa que establece decisiones colegiadas vía Consejo de Administración, el entonces director había incumplido normas contables, como la divulgación de las transacciones entre las partes relacionadas (CPC 05, 2012), de forma a proteger los accionistas minoritarios del desvío de poder de los administradores y del conflicto de intereses y normas referentes a los costes de préstamos (CPC 20, 2012).

Sin embargo, la auditoría interna identificó el caso y encaminó el hecho al Consejo de Administración, que decidió destituir al director y anular la reducción del valor del préstamo.

Se destaca el importante papel que la auditoría interna tuvo en identificar el caso y llevarlo adelante, a pesar de que el hecho haya sido ejecutado por el hijo del fundador y presidente de la compañía. No obstante, por más decepcionado que se haya sentido el Sr. Albuquerque, además de toda la vergüenza que la empresa pasó cuando el caso vino a saberse, el director destituido fue recontratado por la empresa después de 12 meses y ejerce la función de vicedirector Administrativo, jerárquicamente por debajo de la que ejercía antes, de director ejecutivo.

Muy a pesar de que haya habido una repercusión negativa, el caso demuestra una situación clara de algunos conflictos que pueden ocurrir en empresas con fuerte estructura accionaria familiar. El Gráfico 2 demuestra una caída aproximada del 9% en el retorno anormal medio en el día que el evento fue notificado. Ese día, el índice Ibovespa subió un 1,3%.

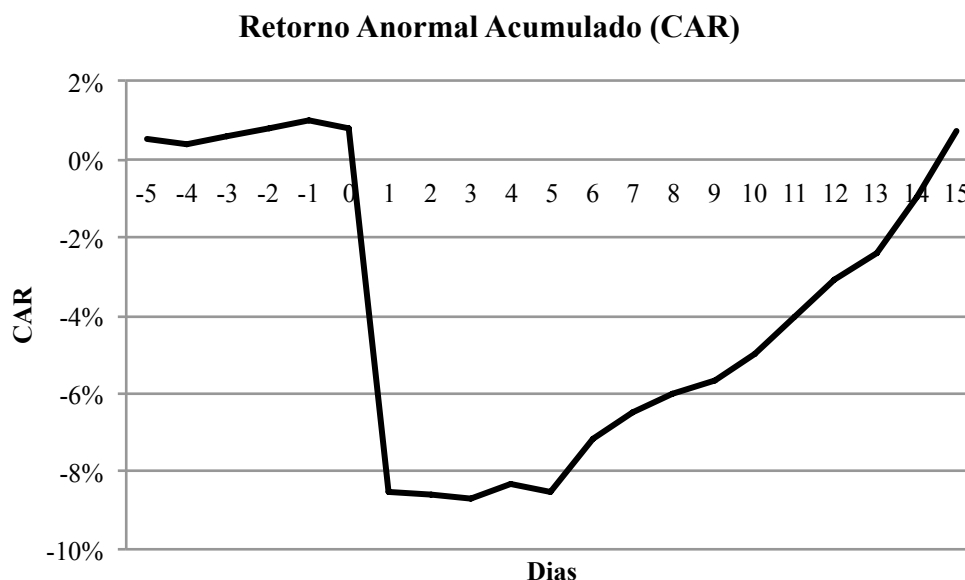


Gráfico 2. Retorno anormal acumulado (CAR) de las acciones de la PHG después de la señalización del caso involucrando al director de administración de la compañía

Fuente: elaborado por los autores.

Sabemos que cuestiones personales y políticas siempre estarán presentes en las empresas familiares, y los conflictos internos son, en su mayoría, originarios de los relacionamientos de negocios con los *stakeholders*. En ese sentido, algunas cuestiones podrían ser discutidas, tales como:

1. ¿Fue adecuada la estructura de propiedad para la PHG, después de la apertura de capital?
2. ¿Podría impedir la estructura de propiedad la adopción de acciones aisladas de un director, que repercutió de forma drástica en el valor de la empresa?
3. ¿Podría la participación significativa de la familia en la alta gestión traer maleficios?
4. ¿Cómo la evidenciación de informaciones estratégicas a los accionistas podría traer beneficios y, al mismo tiempo, no comprometer a la empresa en medio a una fuerte competencia en el sector hotelero?
5. ¿Hasta qué punto la cultura familiar puede influenciar en la apertura de capital de la empresa y en la implantación de la gobernanza corporativa?

Con la discusión de esas cuestiones, las decisiones estratégicas precisan ser pensadas para que se objetive la perpetuidad del grupo PHG.

5. Notas de Enseñanza

Las Notas de Enseñanza son de acceso exclusivo a los docentes, de forma a direccionar los objetivos, estrategias metodológicas y evaluación del caso de enseñanza.

5.1 Objetivos del estudio

Proporcionar el conocimiento acerca de la estructura de la propiedad y del proceso de implantación de un sistema de gobernanza corporativa en una empresa familiar, frente de la apertura de capital en la bolsa de valores (*IPO*). El caso permite el análisis de las ventajas y desventajas de la concentración de propiedad, la importancia y los desafíos de la apertura de capital para una empresa que pretende tornarse competitiva y global, además de la identificación de los mecanismos de gobernanza corporativa de la BM&FBOVESPA en sus diferentes niveles (niveles 1 y 2, Nuevo mercado y Bovespa más).

El caso pretende demostrar posibles problemas inherentes al sistema empresarial y societario de una empresa familiar, que recientemente abrió el capital, con lanzamiento de acciones en la bolsa de valores, y la importancia de ese hecho para mejorar el desempeño, armonizar el relacionamiento con los accionistas, reducir el riesgo en el proceso sucesorio, así como fortalecer la imagen de la empresa en el mercado.

El estudio busca asimismo la comprensión práctica del proceso de implantación del sistema de gobernanza corporativa, destacando la creación de algunos mecanismos de gobernanza, contextualizado para concepción de una empresa de naturaleza familiar.

5.2 Situación-Problema

El estudio de la *Prime Hospitality Group* – PHG es una descripción de un caso relacionado a la apertura de capital de una empresa familiar y del proceso de implantación de un sistema de gobernanza corporativa (GC) y algunos de los desafíos inherentes a ese proceso. El punto principal que se pretende proponer para discusión es hasta qué punto la cultura familiar puede influenciar la apertura de capital de la empresa y la implantación de la gobernanza corporativa. Otro punto importante de discusión son las dificultades en la creación de las políticas y prácticas de la gobernanza corporativa en empresas familiares

5.3 Fuente de Datos

El nombre de la empresa, los datos divulgados y las informaciones relatadas son ficticios, pero basados en acontecimientos relatados en el mercado y en los medios especializados.

5.4 Utilización Recomendada

Se espera que las reflexiones y la discusión del caso contribuyan para la formación de los alumnos de las áreas de negocios en nivel de graduación y especialización, en lo que atañe a las disciplinas de Gobernanza Corporativa, Contabilidad, Mercado Financiero, Mercado de Capitales y Estrategia Empresarial. Se espera que este estudio de caso pueda corroborar los conocimientos teóricos de los alumnos sobre el asunto con una reflexión práctica.

5.5 Sugestiones de cuestiones para discusión

Cuestiones sobre estructura de propiedad

- a) El grado de control accionario de las compañías brasileñas es influenciado por varios aspectos, como reglamentación de mercado, por el tamaño de la firma y por la estructura social. Dadas las características de la PHG, ¿qué es lo que más influencia al grado de concentración de propiedad?
- b) En relación a la concentración de poder presente en la compañía, basada en los datos presentados, ¿era la empresa conservadora? Después de la apertura, ¿qué mudó?
- c) ¿Puede el accionista controlador equilibrar los intereses de los agentes, teniendo en vista que el Brasil es un país que ofrece poca protección a los inversores externos?

Cuestiones sobre el sistema de gobernanza de la compañía

- a) A su entendimiento, ¿fue correcta la elección de la composición del Consejo de Gestión? Y los demás mecanismos de gobernanza corporativa ¿están adecuados a los códigos de gobernanza?
- b) De acuerdo con la descripción presentada, ¿en qué nivel de gobernanza de la BM&FBOVESPA la PHG podría ser clasificada?
- c) ¿Cuáles son las motivaciones y beneficios que llevan una empresa a abrir su capital?
- d) ¿Cuáles son las desventajas y los riesgos involucrados en la apertura de capital de una empresa?
- e) ¿Cuáles son los puntos positivos del modelo de gobernanza de la PHG y qué puede ser mejorado?
- f) ¿Es de hecho independiente el Consejo Fiscal en el organigrama utilizado por la Empresa (Apéndice 2)?

Cuestiones sobre los aspectos familiares en los negocios de la empresa

- a) ¿Existen riesgos específicos en la apertura de capital y listado en la bolsa debido al hecho de que la empresa sea de estructura familiar?
- b) ¿Qué opina usted de la preocupación de la PHG en implantar un Consejo de Gestión Familiar?
- c) Al analizar todo el escenario presentado, en su opinión, ¿obtuvo la PHG más ventajas o más desventajas al abrir su capital? Describa.
- d) En una concepción de negocios, ¿existía una manera mejor de que la empresa enfrentase el problema involucrando al Sr. Pedro Albuquerque? ¿Qué se debe hacer para que las transacciones con partes relacionadas y decisiones puramente familiares, que puedan venir a perjudicar el valor de la compañía, sean evitadas?

Cuestiones sobre Evidenciación y Divulgación

- a) ¿Cómo ve usted la opinión del Sr. Albuquerque en relación a la divulgación de las estrategias de la empresa en un mercado competitivo?
- b) En su opinión, ¿impacta el conocimiento del patrimonio familiar en la vida personal y profesional de los miembros parientes que actúan en la empresa?
- c) Comente las reglas y normas infringidas por el Director Pedro Abulquerque y sus implicaciones para la empresa.
- d) Compare la repercusión en el mercado de los dos eventos presentados en el texto (ver Gráficos 1 y 2). ¿Qué puede ser inferido al respecto?

5.6 Análisis del Caso

Es importante destacar las ventajas y las desventajas que la empresa puede obtener al abrir capital y posicionarse críticamente en relación al coste-beneficio de esa iniciativa. Es posible identificar, por medio de los puntos presentados en el texto, ¿en qué segmento de listado en Gobernanza Corporativa de la BM&FBovespa la empresa puede ser clasificada; el Nuevo Mercado; los puntos fuertes de las dimensiones de gobernanza de la empresa, como un buen grado de independencia del consejo; la presencia de Consejo Fiscal fijo, entre otros; y los puntos que pueden ser mejorados, como la implantación definitiva del consejo familiar y personas distintas ocupando los cargos de director ejecutivo (CEO) y presidente del Consejo de Administración.

El caso permite, también, la discusión de una cuestión polémica referente a un evento ético-legal involucrando a uno de los miembros de la familia y las implicaciones de ese hecho en los negocios y en el mercado.

Las cuestiones propuestas son solamente sugerencias y, dependiendo del asunto a ser tratado, pueden ser enriquecidas por el profesor, que también puede suprimir algunos cuestionamientos para adecuación al contenido de la clase. No obstante, en caso de tratarse de todas las cuestiones, existe la posibilidad también de dividir el grupo en cuatro grupos de discusión: (i) un grupo discutiría la estructura de propiedad; (ii) otro grupo el sistema de gobernanza; (iii) los aspectos familiares serían discutidos por otro grupo; y (iv) un cuarto grupo discutiría la cuestión de las divulgaciones y eventos de la empresa frente al mercado.

Se nota que la empresa obtuvo ganancias significativas con la apertura de capital. En términos cuantitativos, hubo buena aceptación del mercado en el momento de su apertura de capital y la recaudación líquida también mejoró. En términos cualitativos, la empresa pasó por un proceso de profesionalización de la gestión, lo que puede ayudar en el proceso sucesorio. No obstante, el caso demuestra los diversos costes, algunas resistencias de la alta gestión familiar en relación las consecuencias de la apertura de capital y los conflictos familiares que ya existían en la empresa, que ahora ejercen un impacto mucho mayor, una vez que los medios, los inversores, los analistas de mercado y demás *stakeholders* están atentos a todo lo que ocurre en la empresa.

El caso también evidencia diversas lagunas en el sistema de gestión y gobernanza de la empresa - el exceso de miembros de la familia en el alto escalón de la compañía puede ser una de ellas. El hecho de que el Sr. Albuquerque sea presidente del Consejo de Administración y director ejecutivo demuestra un perfil conservador y evidencia una forma de concentración de poder, aunque ese aspecto haya sido atenuado por el hecho de que la mayoría de los consejeros sean independientes.

El hecho involucrando al hijo del fundador chocó a todos en la empresa, pero el aspecto paternalista prevaleció. Eso puede ser negativo para la empresa a largo plazo, una vez que demuestra debilidad en valorizar las cuestiones familiares en detrimento del negocio.

El estudio permite enfatizar que los beneficios obtenidos con la apertura de capital están relacionados con algunas desventajas y con muchos desafíos. Siendo así, se buscó, además de explotar las ventajas de la apertura y las buenas prácticas de gobernanza, establecer una reflexión acerca de las dificultades que una empresa puede enfrentar al abrir su capital, las fragilidades que pueden existir en el sistema de gobernanza implantado, así como los aspectos éticos y políticos de una empresa abierta de gestión familiar.

6. Literatura Recomendada y Material de Apoyo

Los textos de Jensen & Meckling (1976); Johnson, La Porta, Lopez-de-Silanes, & Shleifer (2000) y Jensen (2005) proporcionan un estudio general de los problemas inherentes a la complejidad de relaciones existentes en las firmas (conflictos de intereses, gerenciamiento de resultados, expropiación de los accionistas minoritarios, sistema jurídico, entre otros), que ocurren entre el principal y el agente, conceptualmente denominado de problema de agencia. En el Brasil, esta discusión debe llevar en consideración la estructura del mercado, por ejemplo: mercado de capitales en desarrollo, ambiente jurídico con poco *enforcement*, fuerte presencia de inversores institucionales y concentración accionaria, contribuyendo para que el problema de agencia ocurra, principalmente, entre los accionistas mayoritarios y minoritarios.

El modelo legal adoptado en el Brasil, *civil law*, resulta en un ambiente jurídico con poco *enforcement* y débil protección legal a los inversores. Las empresas interesadas en reducir el coste de capital deben procurar otras formas de garantizar la protección a los inversores. En el Brasil, a pesar de la existencia de concentración accionaria, lo que resulta en el conflicto de agencia entre los mayoritarios y minoritarios, las empresas obtuvieron buenos niveles de gobernanza corporativa y mejores desempeños (Carvalho da Silva & Leal, 2005).

Al analizar las estructuras de propiedades de las firmas brasileñas durante el período de 1998 a 2002, Carvalho da Silva & Leal (2006) discurren que la propiedad y el control de las firmas brasileñas son concentrados y la mayoría es controlada directamente por un único accionista, siendo que uno de los principales mecanismos utilizados por los grandes accionistas para mantener el control es la emisión de acciones preferenciales (acciones sin derecho a voto), aumentando, así, la distancia entre control y propiedad.

Bortolon (2013) analizó las estructuras de propiedades de las firmas brasileñas en el período de 2004 a 2006, observando una mudanza para estructuras menos concentradas y con menos desvíos de derechos. No obstante, los resultados empíricos demostraron no haber una posible expropiación de los accionistas minoritarios.

Estudios de gobernanza corporativa en empresas familiares poseen algunas peculiaridades y desafíos, como por ejemplo, la existencia de menos conflictos de agencia oriundos de la separación entre propiedad y control (problema de agencia del tipo I), en virtud de una mejor capacidad de monitoreo del ejecutivo. No obstante, ocurren graves conflictos entre los accionistas controladores y los accionistas minoritarios (problema de agencia del tipo II). Por tanto, hay un mayor control del Consejo de Administración por los miembros de familia (Ali, Chen, & Radhakrishnan, 2007).

En empresas familiares en las cuales ocurre la concentración accionaria, entre otros problemas de agencia ya citados, hay un hecho adicional: la familia, incluyendo los aspectos sentimentales del relacionamiento entre parientes (Silveira, 2010, p. 298).

Otro aspecto interesante en las pesquisas sobre empresas familiares dice respecto al valor de la firma, con el intuito de responder al siguiente cuestionamiento: ¿agregan las empresas familiares valor positivo a la firma? Los resultados generales de las pesquisas, hasta el momento, todavía son conflictivos. Al analizar 500 firmas, en el período de 1994 a 2000, los resultados de Villalonga & Amit (2006) indican que la estructura familiar agrega valor a la firma si el fundador todavía se encuentra activo en la empresa, sea como CEO o presidente, no obstante, cuando el descendiente del fundador asume la firma, hay una reducción de valor, principalmente en empresas familiares de segunda generación.

Se recomiendan, asimismo, los siguientes libros de texto para apoyar la discusión del caso: Bornholdt (2005), Fortuna (2010), Silveira (2010), Lima, Lima y Pimentel (2012), entre otros libros trabajados en disciplinas de mercado financiero, mercado de capitales y gobernanza corporativa. Se destacan asimismo los portales de la BM&FBOVESPA y del IBGC.

Referencias

- Ali, A., Chen, T.-Y., & Radhakrishnan, S. (2007). Corporate disclosures by family firms. *Journal of Accounting and Economics*, 44(1), pp. 238–286. doi:10.1016/j.jacceco.2007.01.006
- BM&FBovespa. (2012). Estatísticas das Aberturas de capital na BM&FBOVESPA. Recuperado em 15 de junho de 2013, de <http://www.bmfbovespa.com.br/cias-listadas/empresa-listadas/BuscaEmpresListada.aspx?idioma=pt-br>.
- Bornholdt, W. (2005). *Governança na Empresa Familiar – Implementação e Prática*; Editora Bookman; Porto Alegre.
- Bortolon, P. M. (2013). Por que as empresas brasileiras adotam estruturas piramidais de controle. *BASE - Revista de Administração e Contabilidade da UNISINOS*, 10(1), pp. 2-18. doi: 10.4013/base.2013.101.01
- Carvalho da Silva, A. L., & Leal, R. P. C. (2005). Corporate Governance Index, Firm Valuation and Performance in Brazil. *Brazilian Review of Finance*, 3(1), pp. 1–18.
- Carvalho da Silva, A. L., & Leal, R. P. C. (2006). Ownership, Control, Valuation And Performance of Brazilian Corporations. *Corporate Ownership & Control*, 4(1), pp. 300–308.
- Comissão de Valores Mobiliários - CVM. *Instrução CVM nº 358*, de 3 de janeiro de 2002 (2002). Retrieved from <http://www.cvm.gov.br/asp/cvmwww/Atos/Atos/inst/inst358consolid.doc>
- Comissão de Valores Mobiliários - CVM. *Instrução CVM nº 358*, de 3 de janeiro de 2002 (2002). Recuperado em 15 de junho de 2013 de <http://www.cvm.gov.br/asp/cvmwww/Atos/Atos/inst/inst358consolid.doc>
- Comitê de Pronunciamentos Contábeis (CPC). CPC 05 - Divulgação sobre partes relacionadas, 2012. Recuperado em 18 de novembro de 2015 de <http://www.cpc.org.br>.
- Comitê de Pronunciamentos Contábeis (CPC). CPC 20 - Custos de Empréstimos, 2012. Recuperado em 18 de novembro de 2015 de <http://www.cpc.org.br>. IBGC. (2009). *Código das Melhores Práticas de Governança Corporativa* (4th ed.). São Paulo: IBGC.
- Fortuna, E. (2010). *Mercado financeiro: produtos e serviços*. 18. ed. rev. atual. e ampl. Rio de Janeiro: Qualitymark, 2010. p. 986
- Jensen, M. C. (2005). Agency Costs of Overvalued Equity. *Financial Management*, 34(1), pp. 5–19.
- Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (1976). Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, 3(4), pp. 305–360. doi:10.1016/0304-405X(76)90026-X
- Johnson, S., La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., & Shleifer, A. (2000). Tunneling. *The American Economic Review*, 90(2), pp. 22–27. doi: 10.1257/aer.90.2.22
- Lima, Iran Siqueira (Org.) ; Lima, Gerlando Augusto Sampaio Franco de (Org.) ; Pimentel, René Coppe (Org.) . *Curso de Mercado Financeiro*. 2ª. ed. São Paulo: Atlas, 2012. p. 440
- Lei n.º 11.638, de 28 de dezembro de 2007 (2007). Diário Oficial da República Federativa do Brasil, Poder Executivo, Brasília, DF, Brasil, Recuperado em 18 de novembro de 2015 de http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_ato2007-2010/2007/lei/l11638.htm.
- Silveira, A. D. M. da. (2010). *Governança Corporativa no Brasil e no Mundo: teoria e prática*. Rio de Janeiro: Elsevier.
- Villalonga, B., & Amit, R. (2006). How do family ownership, control and management affect firm value? *Journal of Financial Economics*, 80(2), pp. 385–417. doi:10.1016/j.jfineco.2004.12.005

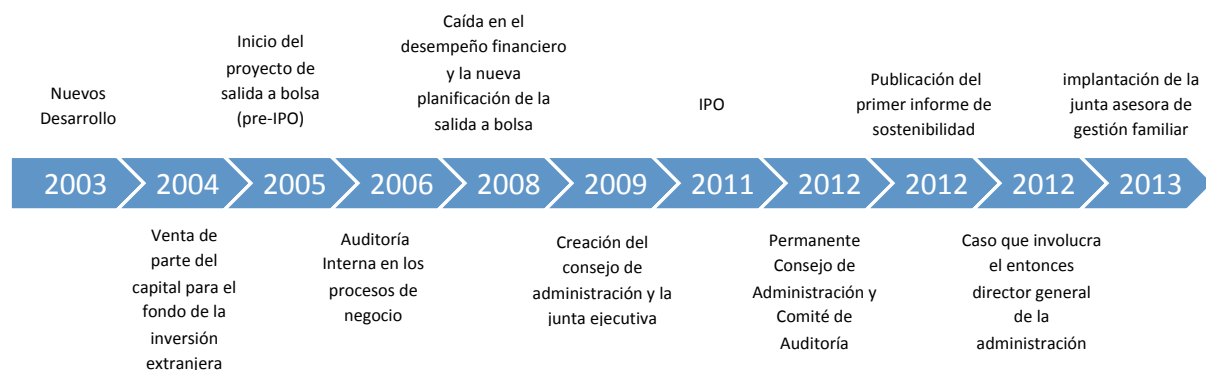
8. Apêndices

Apêndice 1

Marcos de la apertura de capital e implantación del sistema de gobernanza

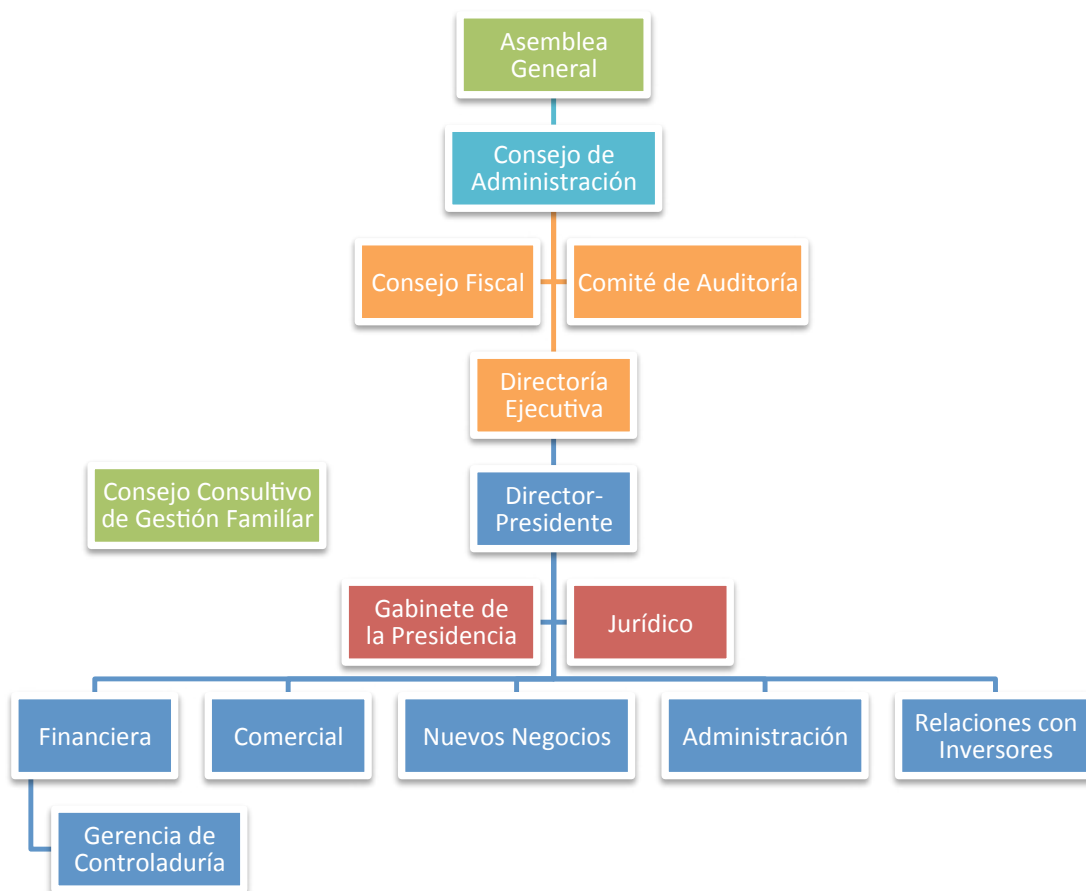
Año	Principales acontecimientos
2003	Buenos resultados de la compañía después de la inauguración de dos nuevos resorts de cuño hotelero y residencial en colaboración con una constructora nacional.
2004	Venta del 17% del capital de la empresa para el fondo de inversión <i>ChanInvest</i> .
2005	Inicio de la preparación de la empresa para apertura de capital. Influencia del fondo de inversión extranjero e ideas del hijo recién formado en la Universidad de Stanford. Siendo esos los principales hechos motivadores.
2006	Instauración de auditoría en los procesos internos de la empresa.
2008	Caída en el desempeño financiero de la empresa - nueva planificación estratégica visando a la apertura de capital.
2009	Creación del Consejo de Administración y Directoría Ejecutiva.
2011	Apertura de capital - Primera Oferta Pública de Acciones.
2011	Inicio de la negociación en pregón en la bolsa de valores.
2012	Creación del Consejo Fiscal y del Comité de Auditoría.
2012	Publicación del primer Informe de Sostenibilidad, relativo al año 2011.
2012	Caso involucrando al entonces director de administración Pedro Albuquerque.
2013	Implantación del Consejo de Gestión Familiar como órgano consultivo.

Fuente: elaborado por los autores.



Apéndice 2

Organigrama de la Compañía después de la apertura de capital



Fuente: Elaborado por los autores.

Apéndice 3

Dimensiones de gobernanza y mecanismos adoptados

Dimensión de Gobernanza	Mecanismo de gobernanza adoptado
Estructura de Propiedad:	<ul style="list-style-type: none"> Emisión exclusiva de acciones con derecho a voto; Concesión de <i>tag along</i> del 100% para todos los accionistas de la compañía; <i>Free float</i> del 25% de las acciones; Adhesión a la Cámara de Arbitraje de la BM&FBOVESPA para resolución de conflictos societarios.
Consejo de Administración:	<ul style="list-style-type: none"> Consejo de Administración con nueve consejeros, de los cuales 5 (cinco) son independientes; Sesiones ejecutivas mensuales por el Consejo de Administración.
Transparencia de las informaciones y gestión:	<ul style="list-style-type: none"> Conferencias trimestrales con analistas de mercado; Balances anuales siguiendo las normas internacionales; Seguir políticas más rígidas de divulgación con relación a las negociaciones realizadas por los accionistas controladores de la Compañía, consejeros y directores involucrando valores mobiliarios de su emisión; Disponibilizar a los accionistas un calendario de eventos societarios.
Auditoría independiente:	<ul style="list-style-type: none"> Reporte directo de la auditoría externa al comité de auditoría del Consejo de Administración.
Conducta y conflictos de interés:	<ul style="list-style-type: none"> Consejo de Gestión Familiar en fase final de implantación.

Fuente: elaborado por los autores, adaptado de Silveira (2010).

Apéndice 4

Comparativo de los Segmentos de Listado

Características	Nuevo mercado	Nivel 2	Nivel 1	Bovespa más	Tradicional
Naturaleza de las Acciones Emitidas	Permite la existencia solamente de acciones ON	Permite la existencia de acciones ON y PN (con derechos adicionales)	Permite la existencia de acciones ON y PN (conforme legislación)	Solamente acciones ON pueden ser negociadas y emitidas, pero es permitida la existencia de PN	Permite la existencia de acciones ON y PN (conforme legislación)
Porcentual Mínimo de Acciones en Circulación (<i>free float</i>)	Como mínimo un 25% de <i>free float</i>			Un 25% de <i>free float</i> hasta el 7° año de listado, o condiciones mínimas de liquidez	No hay regla
Distribuciones públicas de acciones	Esfuerzos de dispersión accionaria			No hay regla	
Veto a disposiciones estatutarias (a partir del 10/5/2011)	Limitación de voto inferior al 5% del capital, <i>quórum</i> cualificado y "cláusulas pétreas".			No hay regla	
Composición del Consejo de Administración	Mínimo de 5 miembros, de los cuales por lo menos un 20% deben ser independientes, con mandato unificado de hasta 2 años		Mínimo de 3 miembros (conforme legislación)		
Veto a la acumulación de cargos (a partir del 10/5/2011)	Presidente del consejo y director presidente o principal ejecutivo por la misma persona (carencia de 3 años a partir de la adhesión)			No hay regla	
Obligación del Consejo de Administración (a partir del 10/5/2011)	Manifestación sobre cualquier oferta pública de adquisición de acciones de la compañía			No hay regla	
Demostraciones Financieras	Traducidas al inglés			Conforme legislación	
Reunión pública anual y calendario de eventos corporativos	Obligatorio			Facultativo	
Divulgación adicional de informaciones (a partir del 10/5/2011)	Política de negociación de valores mobiliarios y código de conducta			No hay regla	
Concesión de <i>Tag Along</i>	100% para acciones ON	100% para acciones ON y 80% para PN (hasta el 09/5/2011)	80% para acciones ON (conforme legislación)	100% para acciones ON	80% para acciones ON (conforme legislación)
Oferta pública de adquisición de acciones, como mínimo, por el valor económico	Obligatoriedad en caso de cierre de capital o salida del segmento		Conforme legislación	Obligatoriedad en caso de cierre de capital o salida del segmento	Conforme legislación
Adhesión a la Cámara de Arbitraje del Mercado	Obligatorio		Facultativo	Obligatorio	Facultativo

Fuente: Portal de la BM&FBOVESPA, 2012.