



*El gobierno corporativo como estrategia
de creación de valor*

Cándido Paz-Ares
Catedrático de Derecho Mercantil
Universidad Autónoma de Madrid

Working Paper núm: 182
Barcelona, enero de 2004
www.indret.com

*Sumario****I. Introducción**

1. La apuesta del mercado de capitales colombiano por el gobierno corporativo
2. Un breve apunte sobre la experiencia española.
3. El gobierno corporativo como cálculo: formulación de la hipótesis y sistema de la exposición

II. Fundamentos empíricos

4. Los medios de comprobación: ¿cómo calcular que el gobierno corporativo es un cálculo?
5. Gobierno corporativo y valoración de las empresas en los mercados desarrollados
6. Valor añadido diferencial: el gobierno corporativo paga más en los mercados emergentes que en los mercados desarrollados
7. El impacto del gobierno corporativo sobre la valoración de las empresas en los mercados emergentes: evidencia de algunos mercados nacionales

III. Recapitulación

8. Los retos de Colombia: buen gobierno institucional y buen gobierno contractual
9. Buen gobierno contractual: mecanismos de coordinación y credibilidad
10. Una consideración final sobre la recepción de las políticas de buen gobierno

* El presente trabajo constituye una versión ampliada de la conferencia dictada por el autor en la *Bolsa de Valores de Colombia* dentro del evento de lanzamiento del programa “Fortalecimiento del mercado de valores” (Bogotá, 25 de junio de 2003). Esta circunstancia explica las menciones personales y otras licencias propias del género, que se han mantenido en el texto escrito.

I. Introducción

1. La apuesta del mercado colombiano de capitales por el gobierno corporativo

Los mercados de capitales tienen algo de prodigioso o milagroso: a ellos afluyen miles de millones de pesos a cambio de simples papeles. La única explicación del prodigo radica en la confianza; en la confianza de que todos esos fondos millonarios serán gestionados adecuadamente y de que sus rendimientos no serán distribuidos de forma asimétrica. El gobierno corporativo no tiene más objetivo que fortalecer esta confianza suministrando instrumentos de salvaguardia y supervisión aptos para alinear los incentivos de los *insiders* (el equipo directivo y el grupo de control) con los intereses de los *outsiders* (los accionistas minoritarios). El mercado colombiano muestra una elevada tasa de concentración de propiedad y una reducida valoración de las empresas¹, lo que se traduce en un nivel de liquidez bajo y en un coste de capital alto. Estas circunstancias desaniman a los inversores y a los propios emisores y, a la postre, condenan a los mercados a languidecer². Para remontar la situación, es crucial restablecer la confianza mediante una política de gobierno corporativo. Una política de esta clase puede ser un negocio redondo para todos; para las empresas, porque les ayuda a captar nuevos fondos y a rebajar su coste de capital; para los inversionistas, porque les ayuda a reducir al riesgo de cartera y a mejorar sus expectativas de rendimiento; para los mercados, porque les ayuda a ganar tamaño, profundidad y liquidez³. La confianza no se devuelve, sin embargo, de la noche a la mañana. Requiere la convergencia de muchas iniciativas y la conjunción de esfuerzos del sector público y del sector privado. Aquí interesan sobre todo las iniciativas y esfuerzos privados y, especialmente, los compromisos que voluntariamente decidan adoptar las empresas. Ellos son los miembros con que se fabrica el *buen gobierno contractual*, a cuyo ámbito se ciñe la presente disertación.

El progreso en esta materia necesita, en todo caso, de impulso institucional. El mercado colombiano ya está, bajo esta perspectiva, en la senda. Distintos datos lo ponen de manifiesto. Mencionaré tres especialmente significativos. El primero es la famosa *Resolución 275 de Supervalores*, en cuya virtud las empresas que aspiren a que sus títulos de deuda y de capital sean incorporados a las carteras de inversión de los fondos de pensiones han de dotarse de un Código

¹ El nivel de valoración de una empresa se mide comparando su valor del mercado con su valor contable o con el valor de reposición de sus activos (la famosa *q* de Tobin). La valoración es alta si el cociente que resulta de dividir la primera magnitud por la segunda es alto y, desde luego, superior a la unidad. En caso contrario -como veremos ocurre en Colombia- es baja (v. *infra* § 4.2 y nota 103).

² Ofrece algunos datos significativos en esta línea el reciente informe del Banco Mundial sobre el gobierno corporativo en Colombia: v. World Bank, "Report on the Observance of Standards and Codes. Corporate Governance Country Assessment. Colombia", agosto de 2003, pp. 1-2, disponible en http://www.worldbank.org/ifa/rosc_cg.html.

³ Esto es particularmente importante. Hoy sabemos que el crecimiento económico de una nación está estrechamente asociado al desarrollo de su sistema financiero y, en particular, de su mercado de capitales (v. A. Demirguc-Kunt y V. Maksimovic, "Law, Finance, and Firm Growth", *Journal of Finance* 53 (1998), pp. 2107 ss; R. Rajan y L. Zingales, "Financial Dependence and Growth", *American Economic Review* 88 (1998), pp. 559 ss.; R. Levine, N. Loayza y T. Beck, "Financial Intermediation and Growth: Causality and Causes", *Journal of Monetary Economics* 46 (2000), pp. 31 ss. e *ibid* más referencias). La razón de ello es que un sistema financiero sofisticado cumple con ventaja cinco funciones fundamentales para la economía: (i) moviliza los ahorros; (ii) facilita la gestión del riesgo; (iii) identifica oportunidades de inversión; (iv) supervisa y disciplina a los *managers*; y (v) propicia el intercambio de bienes y servicios (v. R. Levine, "Financial Development and Economic Growth: Views and Agenda", *Journal of Economic Literature* 35 (1997), pp. 688 ss.).

de Buen Gobierno⁴. El segundo hito a destacar es la publicación por parte de *Confecámaras* de un *white paper* sobre la materia. El documento, inspirado en buena medida en los principios de OCDE y adaptado a las circunstancias del país, contiene indicaciones de gran valor para la elaboración de aquellos códigos y, en definitiva, para la creación de un marco institucional propicio para el desarrollo del mercado⁵. El último episodio de este proceso aún incipiente es el programa *Fortalecimiento del mercado de capitales* promovido con tanto ahínco y visión por los responsables de la Bolsa de Valores de Colombia, a quienes he de expresar mi más sincero agradecimiento por la amable invitación que me han cursado para sumarme a él⁶. Precisamente dentro de este programa, financiado por el Banco de Desarrollo Interamericano, se inserta nuestro trabajo como consultores⁷, cuyo primer cometido es ofrecer a emisores e inversores algunas piezas de convicción sobre la rentabilidad del buen gobierno. De ahí precisamente el título que encabeza la presente exposición: “el gobierno corporativo como estrategia de creación de valor”.

2. Un breve apunte sobre la experiencia española

El lector me permitirá que entre en el tema por la puerta un poco remota de la experiencia española, cuyo mercado de capitales ha experimentado un desarrollo espectacular en las dos últimas décadas. España se embarcó en una empresa similar a la que ahora se enfrenta Colombia hace siete u ocho años. El primer fruto fue el llamado *Informe Olivencia*, que habría de propiciar uno de los debates más interesantes en la “España corporativa” de este último medio siglo. Años más tarde -concretamente, el año 2002-, aquel primer informe sería completado, a la vista de la experiencia habida, por el *Informe Aldama*⁸. No quisiera aburrir a la audiencia haciendo inventario detallado de las recomendaciones contenidas en uno y otro documento, en cuyas comisiones redactoras he tenido el honor de participar. Simplemente para situarla en contexto diré que sus indicaciones se hallan en línea con los estándares internacionales y que en ellas se subrayan tres aspectos básicos de una política de buen gobierno. El primero es la *necesidad de reconfigurar el Consejo de Administración* -lo que en Colombia se denomina Junta Directiva- *como un órgano de supervisión*, para lo cual se invita a las sociedades a modificar los patrones de composición del órgano -reduciendo su tamaño, incorporando un número significativo de consejeros independientes y creando comités consultivos en las áreas de responsabilidad más sensibles:

⁴ La medida se incluye dentro del Plan Estratégico 1999-2002, El Mercado de Valores para el Tercer Milenio, diseñado dentro del marco del Plan Nacional de Desarrollo del Gobierno Nacional para el período 1998-2002 (v. C. Blanco Barón, “La reforma del mercado de valores en Colombia”, *Revista Iberoamericana de Mercados de Valores* 9 (2003), pp. 60-61).

⁵ El documento de la Confederación de Cámaras de Comercio lleva por título “Principios y marco de referencia para la elaboración de un Código de Buen Gobierno Corporativo” y está disponible en <http://www.confecamaras.org.co>. El texto ha sido muy oportuno debido al retraso del país en su adaptación a los estándares internacionales. El Informe del Banco Mundial citado en la precedente nota 3, que ha evaluado la práctica colombiana desde el punto de vista de los principios de gobierno corporativo de la OECD, es bien elocuente.

⁶ Ofrece alguna información sobre el programa E.M. Schamann, “Iniciativas de protección al Inversor en las Bolsas de América Latina”, en *Revista Iberoamericana de Mercado de Valores* 10 (2003), p. 16.

⁷ El equipo que tengo la satisfacción de dirigir es el resultado de un acuerdo de colaboración entre la *Bolsa de Madrid* y la firma de abogados *Uría & Menéndez* y está integrado por un selecto grupo de profesionales de uno y otro lado. Debo mencionar expresamente los nombres de Javier Illescas y Santiago Ximénez, a quienes agradezco la valiosísima ayuda que me han prestado en la elaboración de esta ponencia.

⁸ Ambos documentos están disponibles en la página web de la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV): v. <http://www.cnmv.es>.

auditoría, cumplimiento, nombramientos y retribuciones. El segundo se refiere a la *necesidad de adoptar medidas -privadas y legales- para minimizar el riesgo de conflictos de intereses* y de la consiguiente “redistribución de valor” que pueden ocasionar a favor de los *insiders* y en perjuicio de los *outsiders*, a cuyo fin se insta a las empresas (en el *Informe Olivencia*) y al legislador (en el *Informe Aldama*) a: (i) especificar los deberes de lealtad de los administradores (operaciones vinculadas, información privilegiada, aprovechamiento de oportunidades de negocio, uso personal de activos sociales, explotación con fines privados de la posición de consejero, pautas para estructurar los paquetes retributivos, etc.); (ii) a extender dichos deberes a los accionistas de control (también a directivos y administradores de hecho y ocultos); y (iii) a facilitar la exigencia de responsabilidad ante las instancias judiciales a quienes los violen. El tercer aspecto versa, en fin, sobre *la necesidad de incrementar la transparencia y la calidad de la información suministrada por las empresas a los mercados*. La recomendación no se centra sólo en el ámbito cuantitativo de la información financiera, sino que se extiende -y con mucho énfasis, por cierto- al ámbito cualitativo de la información sobre gobierno corporativo (estructura de propiedad de la empresa, pactos parasociales, transacciones vinculadas, etc.).

Decía que no era mi propósito abusar de su paciencia haciendo un elenco pormenorizado de las medidas propuestas en estos dos importantes documentos, buena parte de las cuales están también recogidas en el *white paper* de Confecámaras. Mi intención es contártelos lo que sucedió en nuestra práctica a raíz de la puesta en marcha de estas iniciativas, porque de ello podemos extraer alguna lección para el caso colombiano. Me limitaré a dar tres pinceladas, que de alguna manera resumen el curso de la evolución: primero hubo resistencia; después, resignación y, al final -es lo que estamos comenzando a ver ahora-, convicción.

2.1. La reacción inicial fue, en efecto, de una cierta resistencia. El cambio siempre cuesta. Las empresas -especialmente las más tradicionales y consolidadas- miraron con reservas las nuevas propuestas y, en el fondo, no tenían ganas de alterar sus estructuras y prácticas inmemoriales de gobierno. Todo ello es comprensible. Nadie acepta de buen grado sujetarse a mayor disciplina, ver reducida sus prerrogativas de actuación y someterse a procedimientos más transparentes de decisión, sobre todo -y éste es quizá el aspecto crucial- cuando se tiene poca confianza en sacar partido de ello. Muchos capitanes de empresa creyeron, en efecto, que los mercados no iban a recompensar los “sacrificios” que entrañaban para ellos despojarse de ciertas parcelas de poder e incluso expresaron la opinión, en una época de esplendor bursátil, de que el movimiento de *corporate governance* traía consigo un riesgo no despreciable de burocratización o esclerotización, que podría dañar la eficiencia en los procesos de toma de decisión.

2.2. No obstante, las cosas empezarán a cambiar pronto, fundamentalmente bajo la presión ambiental. En este segundo momento, que podemos datar a finales de los noventa, el tema del gobierno corporativo se convierte en cuestión de actualidad no sólo en los foros académicos, sino también en la opinión pública. No hay día en que la prensa financiera no hable de él. Los agentes e instituciones más relevantes de los mercados -firmas de consultoría, bancos de inversión, escuelas de negocios, organizaciones empresariales, etc.- se involucren de lleno en la discusión. La propia *Comisión Nacional del Mercado de Valores* (CNMV) se ve obligada a tomar cartas en el

asunto. Es así como, haciendo uso de sus poderes, solicita de los emisores información sobre el grado de cumplimiento de las recomendaciones de buen gobierno contenidas en el *Código Olivencia*. Al final, los emisores se sienten en la necesidad de reformar su normativa interna para dar cabida en ella a las que muchos consideran simplemente "normas de moda". En el año 2001, prácticamente la mayoría de las sociedades más importantes de nuestro mercado -las incluidas en el selectivo *Ibex-35*- cumplían con cerca del 75% de las recomendaciones, según datos de la CNMV⁹.

Numéricamente tomados, los datos no son malos. Sin embargo, no acaban de convencer. No están ponderados -resultan de atribuir el mismo peso al cumplimiento de recomendaciones cuyo valor sustantivo es muy distinto¹⁰- y, sobre todo, pueden no reflejar las prácticas reales de las empresas. El escepticismo de los analistas sobre este segundo aspecto es grande. Muchos de ellos conjeturan, en efecto, que la incorporación a la normativa interna de la compañía de las recomendaciones de buen gobierno se traduce, en buena parte de las ocasiones, en una operación cosmética, en un mero cambio de fachada¹¹. Parece como si el célebre pronóstico de Tomasso di Lampedusa en su novela *Il gatopardo* -"cambiemos todo para que nada cambie"- efectivamente fuera inexorable. De ahí, que se ironice con la idea de que el cumplimiento del código de buen gobierno es, en la realidad, un "cumplimiento", un cumple y miento. Esta es la fase de la resignación. Las empresas aceptan dotarse de códigos de buen gobierno bajo la presión del ambiente, pero al propio tiempo tratan de que su adaptación a ellos sea lo menos comprometida y más superficial posible. Mi impresión personal es que había -y aún hay hoy- mucho de cierto en este diagnóstico¹². No obstante, y aunque resulte paradójico, mi vaticinio era -y sigue siendo- optimista. El cumplimiento de fachada expresa al menos "la mala conciencia" de quien lo practica, y éste es el primer paso para situarse en la senda correcta, que tarde o temprano se andará¹³.

2.3. En el momento actual estamos asistiendo a la última etapa de esta pequeña historia, una etapa caracterizada por la progresiva toma de conciencia de que el buen gobierno sale a cuenta, de que es una inversión altamente rentable. Es la hora que hemos dicho de la convicción. El

⁹ V. el documento preparado por el Área de Seguimiento de la Dirección de Mercados Primarios, "Análisis de los resultados del cuestionario sobre el Código de Buen Gobierno relativo al ejercicio 2001", disponible en <http://www.cnmv.es> y publicado dentro de la *Memoria de actividades de la CNMV* correspondiente a dicho ejercicio (Madrid, 2003).

¹⁰ El *Código Olivencia* contiene 23 recomendaciones de muy diversa índole. El hecho de que una compañía cumpla el 75% no dice mucho. Bien puede suceder que no se haya adaptado a las más significativas.

¹¹ Se trata de un punto de vista muy generalizado. Sirva como botón de muestra el juicio expresado por un ilustre miembro de la Comisión Olivencia (v. J.M. López de Letona, *Luces y sombras en el gobierno de las empresas*, Madrid 2003, pp. 12-13).

¹² En estas fechas, cuando en Europa ha explotado el escándalo *Parmalat*, hemos sabido que había adoptado formalmente las recomendaciones de gobierno corporativo emitidas por los reguladores italianos (v. A. Lafuente y R. Pueyo, "Parmalat, la teoría de la hucha y el capitalismo asiático", *El País-Los Negocios* (18-I-2004), p. 13).

¹³ Con todo, he de puntualizar que la estrategia del "cumplimiento de fachada" no ha sido universal. Habría que distinguir aquí las empresas tradicionales de las *newcomers*. Estas últimas -me refiero a aquéllas que recientemente han salido a Bolsa mediante una oferta pública inicial- han expresado un compromiso mayor con las reglas de buen gobierno, seguramente porque en el trance de salir al mercado debían "convencer" al público -y, primero, a los propios bancos colocadores- de que efectivamente se habían dotado de una estructura creíble de buen gobierno. En algunos casos -pienso, por ejemplo, en el de *Inditex*, una empresa ejemplar en tantos aspectos- el éxito ha sido espectacular (para una elaboración de esta idea, v. *infra* § 10).

creciente activismo de los inversores institucionales, la existencia de evidencia empírica cada vez más elocuente acerca de que el gobierno corporativo es, en verdad, "una estrategia de creación de valor" y el sufrimiento en la propia piel de la pérdida de ventajas competitivas en la captación de fondos del público por parte de las empresas más renuentes a adecuarse a los nuevos estándares han determinado un cambio estratégico -ésta es al menos la percepción de quien escribe- que ya se está advirtiendo en el horizonte de nuestro mercado. Me parece que lo que ha sucedido en estos últimos meses -y, especialmente, en la última campaña de Juntas generales (abril-junio 2003)- resulta especialmente ilustrativo. Las empresas más importantes de nuestro mercado -BSCH, BBVA, Endesa, Repsol, Unión Fenosa, Ebro Puleva, etc.- han adoptado compromisos fuertes con el buen gobierno, que han sido muy premiados por el mercado. Me refiero a decisiones tales como hacer público el paquete retributivo individualizado de cada consejero y, en especial, del Presidente y del Consejero Delegado o proponer a sus respectivas asambleas de accionistas la supresión de los techos de votación y demás blindajes estatutarios, cuyo anuncio ha determinado subidas espectaculares en la cotización¹⁴. En el caso, por ejemplo, de *Unión FENOSA*, el día en que el Consejo hizo pública su voluntad adaptarse estatutariamente a las recomendaciones de buen gobierno y eliminar las cláusulas anti-opa, la cotización subió en una sola sesión bursátil el 2'8%. Hay otros indicios del cambio, pero no será necesario que nos entretengamos ahora con ellos¹⁵. Entiéndaseme bien: queda muchísimo por hacer, pero ello no debe impedirnos ver y reconocer lo mucho que se ha hecho. Un observador mínimamente imparcial no puede negar la evidencia, y ésta es que las prácticas de gobierno de nuestras compañías de hoy poco tienen que ver con las que prevalecían hace unos pocos años. Me sitúo, por tanto, del lado de los que ven la botella "medio llena".

3. El gobierno corporativo como cálculo: formulación de la hipótesis y sistema de la exposición

Esta breve alusión a la experiencia española me permite introducirme, ahora ya sin más preámbulos, en el meollo de la exposición.

3.1. Mi propósito, como anticipaba en las primeras páginas, es mostrar algo que cada día se impone con mayor claridad, y es que las reglas de buen gobierno pueden ser una pieza fundamental para *incrementar el valor bursátil de las empresas* y, por consiguiente, para reducir sus costes de capital y ensanchar -en términos de tamaño, profundidad y liquidez- las bases del mercado de capitales. El relato de lo que ha sucedido en España permite conjeturar, además, que la velocidad de implantación del buen gobierno es directamente proporcional a la intensidad de la convicción de los emisores acerca de su rentabilidad. Veamos qué puedo hacer yo ahora para fortalecer esta convicción en los protagonistas del mercado colombiano, algo que no sea una mera proclamación retórica de las ventajas del buen gobierno y, menos aun, una apelación a su conciencia ética o ciudadana. El lema lo tomo prestado de una gran escritora gallega. "La

¹⁴ V. el cuadro elaborado -con datos -tomados de Bloomberg- por A. Rocher y R. Lander, "Los inversores aplauden la eliminación de los blindajes de las empresas", *Expansión* (18-VI-2003), p. 28.

¹⁵ El *Indice Spencer Stuart de Consejos de Administración*, basado en el análisis de la estructura y funcionamiento de los consejos de 74 de las más importantes empresas del panorama bursátil español, en su última edición (*España 2003*, Madrid 2003, p. 12), ofrece datos que le permiten concluir que "se está avanzando claramente hacia la mejora del gobierno corporativo en nuestro país" (el documento está disponible en <http://www.spencerstuart.com>).

honestidad es un deber, pero si no lo fuera -decía Concepción Arenal- sería un cálculo". Mi hipótesis, en efecto, es que el gobierno corporativo es un cálculo.

3.2. Para comprender mejor el alcance de esta hipótesis es útil distinguir los dos ejes o dimensiones que definen la arquitectura de cualquier sistema de gobierno corporativo: en el eje horizontal estaría el que el que podemos llamar *gobierno corporativo institucional* (impuesto desde fuera por el sistema jurídico y la red de instituciones de un determinado país) y en el eje vertical, el que hemos denominado *gobierno corporativo contractual* (asumido voluntariamente desde dentro por cada empresa)¹⁶. La hipótesis de que el buen gobierno institucional paga es intuitivamente fácil de aceptar y se halla hoy ampliamente comprobada. La literatura financiera ha demostrado, en efecto, que existen correlaciones positivas estadísticamente muy significativas entre la calidad de sistema jurídico de protección de los accionistas minoritarios -en definitiva, entre la calidad del *gobierno corporativo institucional* de que dispone un país- y (i) la extensión y liquidez de sus mercados de capitales, (ii) la dispersión de sus estructuras de propiedad y (iii) la valoración de sus empresas¹⁷. Bajo esta perspectiva, la estrechez del mercado, la concentración de propiedad y la baja valoración de las empresas que exhibe el mercado colombiano pueden interpretarse como síntomas de debilidad en su sistema institucional. El análisis empírico confirma esta sospecha. Colombia, como en general ocurre con las economías emergentes, está situada en la parte baja de las escalas convencionalmente utilizadas para medir la calidad del gobierno corporativo

¹⁶ Otros hablan de "gobierno corporativo externo" y de "gobierno corporativo interno" o, en términos algo más confusos, de "gobierno corporativo a nivel de país" y de "gobierno corporativo a nivel de empresa" (v., por ejemplo, G. Allayannis, U. Lel y D. Miller, "Corporate Governance and the Hedging Premium Around the World", octubre 2003, pp. 13 ss., disponible en <http://ssrn.com/abstract=460987>).

¹⁷ Es obligado mencionar aquí la línea de investigación abierta por la denominada "banda de los cuatro" o LLSV, cuyas conclusiones han sido ampliamente aceptadas en la comunidad científica: v., con carácter general, R. La Porta, F. López de Silanes, A. Shleifer y R. Vishny, "Law and Finance", *Journal of Political Economy* 106 (1998), pp. 1113 ss. y, más específicamente, sobre las tres magnitudes citadas, R. La Porta, F. López de Silanes, A. Shleifer y R. Vishny, "Legal Determinants of External Finance", *Journal of Finance* 52 (1997), pp. 1131 ss. (extensión y liquidez de los mercados); R. La Porta, F. López de Silanes, y A. Shleifer, "Corporate Ownership Around the World", *Journal of Finance* 54 (1999), pp. 471 ss. (dispersión o concentración de propiedad); y R. La Porta, F. López de Silanes, A. Shleifer y R. Vishny, "Investor Protection and Corporate Valuation", de inminente publicación en *Journal of Finance* (2003) y entretanto disponible en http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=313475 (valoración de mercado de las empresas respecto del valor contable o valor de reposición de los activos) (sobre los aspectos aludidos es de gran interés también Ch. P. Himmelberger, R.G. Hubbard e I. Love, "Investor Protection, Ownership, and the Cost of Capital", febrero 2002, disponible en http://papers.ssrn.com/sol3/delivery.cfm/SSRN_ID303969_code020318500.pdf?abstractid=303969; v. asimismo el paper más reciente de R. La Porta, F. López de Silanes y A. Shleifer, "What Works in Securities Laws?", julio 2003, disponible en http://papers.ssrn.com/sol3/delivery.cfm/SSRN_ID425880_code030804420.pdf?abstractid=425880). En esta misma línea existe una creciente literatura que comprueba asimismo la correlación entre calidad de gobierno corporativo institucional y otras variables más específicas como son: (i) las políticas de dividendos (R. La Porta, F. López de Silanes, A. Shleifer y R. Vishny, "Agency Problems and Dividend Policies Around the World", *Journal of Finance* 55 (2000), pp. 1 ss.); (ii) la eficiencia de la asignación de inversiones (R. Rajan y L. Zingales, "Financial Dependence and Growth", *American Economic Review* 88 (1998), pp. 559 ss; J. Wurgler, "Financial Markets and the Allocation of Capital", *Journal of Financial Economics* 58 (2000), pp. 187 ss; (iii) la facilidad o proclividad a las crisis de mercados (S. Johnson, P. Boone, A. Breach y E. Friedman, "Corporate Governance and the Asian Financial Crisis", *Journal of Financial Economics* 58 (2000), pp. 141 ss.; D. Acemoglu y S. Johnson, "Institutions, Corporate Governance, and Crises" en P. K. Cornelius y B. Kogut (eds.), *Corporate Governance and Capital Flows in a Global Economy*, Oxford 2003, pp. 327 ss); e incluso (iv) el crecimiento económico del país (T. Beck, R. Levine y N. Loayaza, "Finance and the Sources of Growth", *Journal of Financial Economics* 2000, pp. 112 ss; para más indicaciones puede ser útil el reciente *survey* de T. Beck y R. Levine, "Legal Institutions and Financial Development", diciembre 2003, esp. pp. 25 ss., disponible en <http://www.nber.org/papers/w10126>).

institucional¹⁸. Como es natural, todo lo que pueda hacerse para mejorar esta dimensión del problema debe ser bienvenido. No es éste sin embargo el tema de nuestra exposición, en la que la calidad del gobierno corporativo externo o institucional se toma como una variable independiente. Lo que a nosotros interesa es mostrar que, aun cuando esa variable se mantenga fija, la mejora del *gobierno corporativo interno o contractual*, que es la que está en manos de las propias empresas, sale a cuenta. Esta es la hipótesis que específicamente queremos comprobar. Más aún, nuestra idea es que el gobierno corporativo sale más a cuenta -es un negocio más rentable- en Colombia o en otras economías en transición que en los mercados desarrollados.

3.3. Para articular el argumento, procederé de la siguiente manera. En primer lugar, exploraré los medios de que disponemos para comprobar empíricamente la relación entre buen gobierno contractual y creación de valor. Se trata de valorar la fiabilidad de sus resultados y de identificar aquéllos que tienen más fuerza probatoria (v. *infra* § 4). Con arreglo a este planteamiento, analizaré seguidamente la experiencia disponible en los mercados más desarrollados, que -como veremos- es resueltamente favorable a la hipótesis (v. *infra* § 5). Más tarde examinaré el diferente espacio que existe para la mejora contractual del gobierno corporativo en los mercados desarrollados y en los mercados emergentes. Al hilo de este examen tendremos ocasión de comprobar algo que ya ha sido adelantado y que puede parecer paradójico, y es que en estos últimos hay muchas más oportunidades que en los primeros para la creación de valor mediante estrategias de buen gobierno contractual (v. *infra* § 6). A continuación trataré de aportar evidencia empírica respecto de este último extremo, fijándome específicamente en la acumulada en relación a diversos países emergentes (v. *infra* § 7). La exposición se cierra con una sección de recapitulación, en la que se esbozan, de manera muy resumida, los retos a que se enfrenta Colombia en este terreno (v. *infra* § 8); las bases para poner en marcha en este país una política de buen gobierno contractual (v. *infra* § 9) y la respuesta que cabe esperar de los actores del mercado (v. *infra* § 10).

¹⁸ Para determinar el coeficiente de calidad del *gobierno corporativo institucional*, las forma más apropiada de proceder es examinando (i) las normas sustantivas de protección del accionista minoritario y (ii) la efectividad del sistema institucional para su implementación, y multiplicando los resultados -las puntuaciones- que se obtengan en examen de cada uno de esos vectores o aspectos del problema. El esquema más simple para medir el primer aspecto es el desarrollado por LLSV (se basa en la construcción de un a escala entre 0 y 6 en función de que la legislación de sociedades contempla seis tipos de derechos de los accionistas conocidos como *anti-directors rights*: v. R. La Porta, F. López de Silanes, A. Shleifer y R. Vishny, "Law and Finance", *Journal of Political Economy* 106 (1998), pp. 1113 ss.) y para medir el segundo se recurre al índice de *rule of law* elaborado por la *International Country Risk Guide* (que ofrece una escala entre 0 y 10: v. A. Durnev y E.H. Kim, "To Steal or Not to Steal: Firm Attributes, Legal Environment, and Valuation", marzo 2003, p. 6, disponible en http://papers.ssrn.com/sol3/delivery.cfm/SSRN_ID391132_code238096.pdf?abstractid=391132). De acuerdo con este planteamiento, el lugar más elevado en el ranking internacional lo tienen los países anglosajones (Estados Unidos e Inglaterra). Colombia se posiciona en el segmento bajo ($3 \times 2'64 = 9'92$), por encima de países como Méjico ($1 \times 3'33 = 3'33$), próxima a otros como Brasil ($3 \times 3'33 = 9'99$), Grecia ($2 \times 5'07 = 10'14$) o Corea ($2 \times 6'667 = 13'34$), pero por debajo de otros como Chile ($5 \times 8'33 = 41.65$) o España (tomo estos datos del citado estudio de Durnev y Kim, p. 51). Los resultados que arrojan otros estudios hechos con metodologías distintas son similares. Por ejemplo, en el que efectúa el banco de negocios CLSA, que ordena los países en una escala de uno a diez, Colombia alcanza una puntuación de 4'8 por debajo de Chile (6'4) o Argentina (5'2), similar a la de Brasil (4'7), pero por encima de Corea (3'8), Rusia (2'1) e incluso Grecia (4'5). De este estudio se da cuenta más detallada en un apartado posterior (v. *infra* § 6.1).

II. fundamentos empíricos

4. Los medios de comprobación: ¿cómo calcular que el gobierno corporativo es un cálculo?

Para verificar la hipótesis de que el buen gobierno es verdaderamente un cálculo para el emisor, podemos acudir a diversos tipos de evidencias o indicios. He aquí los más importantes: (i) encuestas de opinión a inversores; (ii) inversiones privadas en análisis de gobierno corporativo; (iii) estudio de experiencias singulares; y (iv) análisis estadísticos y econométricos.

4.1. Quizá el procedimiento intuitivamente más sencillo consiste en preguntar a los inversores institucionales más sofisticados qué piensan ellos, qué prima estarían dispuestos a pagar por los títulos de una sociedad bien gobernada (ellos son, al fin y al cabo, los grandes interesados: en el año 2001 el valor de sus carteras era equivalente al 147% del PIB de los países de OECD, cuando solo veinte años antes, en 1980, no llegaba al 38%). Éste justamente es el ejercicio que se ha tomado la molestia de hacer la consultora internacional *McKinsey* en sus ya célebres *Investor Opinion Surveys*. La que aquí nos interesa destacar es la tercera, dirigida precisamente a calibrar las actitudes de los inversores respecto de Latinoamérica. La encuesta fue celebrada entre marzo y abril del año 2000 con la ayuda o mediación del Banco Mundial. De los 90 inversores institucionales que la respondieron, el 70% ya había invertido con anterioridad en Latinoamérica y, en conjunto, gestionaban alrededor de 1.65 billones de dólares (¡billones españoles, no americanos!). Pues bien, los resultados de esa encuesta fueron de una claridad abrumadora. Los inversores manifestaron su disposición de pagar primas por buen gobierno por encima del 20%, llegando en el caso de Colombia hasta el 27%¹⁹. Hemos de reconocer, sin embargo, que este método no satisface a los más exigentes. Lo importante no es lo que predicen los inversores -las palabras se las lleva el viento-, sino lo que efectivamente hacen con los fondos que tienen a su cargo. Sólo hemos de fiarnos de las “preferencias reveladas”, como enseñan los manuales de economía.

4.2. Otra forma de proceder seguramente más fiable consiste en estimar las inversiones que realizan ciertas firmas privadas para medir la calidad del gobierno corporativo de las muchas sociedades que a lo largo y ancho del mundo negocian sus títulos en bolsa construyendo *rankings* y generando herramientas cuantitativas. Es un método indirecto, pero “revelador”, porque ahora son los hechos y no las palabras los que indican las preferencias. Ninguna empresa hace inversiones si no piensa que rendirán su fruto. El fenómeno es relativamente reciente. No obstante, en muy pocos años hemos asistido a un despliegue masivo de medios que ha dado lugar a una nueva y verdadera industria de *ratings* en materia de gobierno corporativo. Los dos jugadores globales más significativos son seguramente *Standard & Poor's* (S&P) y *Governance Metrics International* (GMI)²⁰. En el ámbito europeo destaca la consultora belga *Deminor*, cuyo

¹⁹ Otros datos son igualmente significativos: Argentina 21%, Mexico 22%, Brasil 23% y Venezuela 28% (v. P. Coombes y M. Watson, “Three Surveys on Corporate Governance”, en *McKinsey Quarterly*, 4 (2000), disponible en <http://www.mckinseyquarterly.com>).

²⁰ La metodología empleada por S&P trata de sintetizar los elementos clave del gobierno corporativo sobre una base global y no sobre la base de los estándares impuestos por los sistemas jurídicos locales. El *scoring* se emite en una escala de 1 a 10, siendo éste último el mejor, y se basa en una valoración de la información financiera de la compañía y en reuniones con sus equipos ejecutivos; independientemente elabora un índice de transparencia a

Deminor-Rating clasifica a las más importantes empresas cotizadas de la Unión Europea en función de la calidad de su gobierno corporativo evaluando para ello más de 300 aspectos, cuyo detalle es un secreto bien guardado²¹. En el ámbito de los mercados emergentes se lleva la palma el *broker* y banco de inversión *Credit Lyonnais Securities Asia* (CLSA). El índice CLSA ordena las más importantes empresas de la zona asiática y de Latinoamérica y, aunque cada año engrosa su censo de las empresas observadas, la representación colombiana en su muestra es todavía muy escasa²².

La lista de firmas consultoras y de calificación interesadas por el gobierno corporativo podría alargarse, pero no es necesario para que nos hagamos una idea de la pujanza del fenómeno²³. Un fenómeno que, por otra parte, no se limita al negocio de nuevo cuño. De hecho, observamos también interés por el gobierno corporativo en las agencias más tradicionales de clasificación de deuda. Por ejemplo, en junio de 2002 *Moody's* anunciaba la incorporación de variables relativas al gobierno corporativo en su metodología de *credit rating*, y si lo hizo es porque se formó la convicción de que ésta es una variable relevante para calcular el riesgo crediticio. Las consecuencias pueden ser notables. Si las entidades financieras corren el riesgo de que su cartera de préstamos se clasifique en un nivel de riesgo más alto por financiar a compañías con niveles bajos de gobierno corporativo, la presión para elevar los estándares usuales acabará desembocando sobre las propias compañías financiadas (la tasa de interés incorporará también un coeficiente de "riesgo corporativo"). Como se ha dicho con acierto, éste puede ser el "caballo de Troya" a través del cual el gobierno corporativo asuma pronto un papel directo en la determinación del coste de capital de las empresas, y esto ocurrirá especialmente en aquellos mercados en que prevalece la financiación bancaria²⁴.

que tendremos ocasión de referirnos más adelante (v. Standard & Poor's, *Corporate Governance Scores y Transparency and Disclosure. Overview of Methodology and Study Results, US* 16 de octubre de 2002; *Transparency and Disclosure Non-US. Criteria and Methodology*, 10 de octubre de 2002, disponibles en <http://www.standardandpoors.com> (Governance Services). El modelo de *rating* de GMI difiere, en el sentido de que utiliza una serie de medidas precisas y predefinidas y un algoritmo matemático para evaluar las políticas y prácticas de gobierno corporativo de las empresas sobre la base de la información pública disponible. Las variables de análisis se agrupan en torno a siete ejes: (i) responsabilidad del consejo; (ii) transparencia financiera y controles internos; (iii) derechos de los accionistas; (iv) remuneración de los directivos; (v) mercado de control; (vi) estructura de propiedad y dilución potencial; y (vii) temas reputacionales. La escala es también de 1 a 10 (v. <http://www.gmiratings.com>).

²¹ V. <http://www.deminorrating.be>; v. también E. Coppetiers, "Governance Ratings in Europe", *Corporate Governance International* (2001), pp. 31 ss.

²² La información fundamental se encuentra en el documento de CLSA Emerging Markets, *Saints and Sinners: Who's Got Religion*, Hong Kong 2001; la idea es revisar y completar anualmente el informe; para el siguiente ejercicio v. CLSA Emerging Markets, *Make Me Holy...but not yet*, Hong Kong 2002. A estos informes tendremos ocasión de referirnos en el curso de la exposición (v *infra* § 6 a).

²³ La prensa económica ya está al tanto del fenómeno: v., por ejemplo, el reportaje "Hacia un índice de buen gobierno" recientemente publicado por *Expansión* (17-XII-2003), p. 19, en el que se informa ampliamente sobre el proyecto de FTSE, propiedad compartida del *Financial Times* y de la Bolsa de Londres, de lanzar un índice de gobierno corporativo.

²⁴ Cfr. S. Nestor, "The Corporate Governance Crisis: An Opportunity for Emerging Markets Corporations?", en *International Financial Law Review* (2002), p. 12, disponible en <http://www.iflr.com>. De hecho, hay ya algunos indicios empíricos. Un estudio muestra, por ejemplo, que ciertos indicadores de calidad del gobierno corporativo de una compañía -en particular, el número de independientes en el consejo y el porcentaje de capital en manos de inversores institucionales- están correlacionados positivamente con la calificación de su deuda por las agencias de *rating* y negativamente con los rendimientos de sus bonos (los mayores rendimientos evidencian una mayor tasa de riesgo): v. S. Bhojraj y P. Sengupta, "Effect of Corporate Governance on Bond Ratings and Yields: The Role of Institutional

En suma, si estas y otras entidades han invertido y continúan invirtiendo grandes cantidades de recursos en labores de *rating* de gobierno corporativo, necesariamente hemos de concluir que es porque la información que producen y venden interesa a los inversores. Y si interesa a los inversores, tiene que interesar también a los emisores. No es de extrañar por ello que la publicidad de sus servicios de calificación se dirijan precisamente a los emisores. En el frontispicio de la página *web* de GMI leemos:

“GMI’s premise is straightforward: companies that emphasize corporate governance and transparency will, over time, generate superior returns and economic performance and lower capital cost”²⁵.

4.3. Otra fuente de evidencias acerca del valor que agrega el gobierno corporativo son los casos de estudio y las experiencias singulares. Podría relatar varias de las que he tenido noticia en mi propio país e incluso alguna en la que he participado directamente como asesor en el proceso de configuración estatutaria y de negociación del precio de salida a Bolsa en la oferta pública inicial. En el caso, los bancos colocadores exigían mayores garantías de gobierno corporativo para elevar el precio de la acción y precisamente por ello la familia que realizaba la oferta pública de venta se avino de muy buena gana -de nuevo, el “calcúlo”- a asumir compromisos muy por encima de los prevenidos por la legislación en algunas materias y, específicamente, en relación con operaciones que pudieran plantear conflictos de intereses. Pero también en estas latitudes se encuentran experiencias aleccionadoras. La Bolsa de Valores de Colombia me hizo llegar la presentación realizada por *Bradesco Templeton Asset Management* el pasado día 5 de marzo de 2002 en Bogotá. En ella se estudiaban cuatro casos protagonizados por las empresas brasileñas *Saraiva*, *Ultrapar*, *Ideiasnet* y *Elevadores Atlas*. La lección que se desprende de ellos es siempre la misma. Como se indica en la rúbrica de una de las transparencias, “el buen gobierno puede y crea valor”. Por ejemplo, en el supuesto concreto de *Ultrapar*, en el período transcurrido entre el 20 de marzo de 2000 -en que tuvo lugar la reforma del buen gobierno y, en particular, se introdujo el *tag along*- y el 13 de febrero del 2002, el precio de mercado de la compañía se revalorizó un 37% mientras que el índice general de *Bovespa* perdía un 18%. El comportamiento se atribuye al buen gobierno²⁶. Podrían traerse a colación muchos otros casos, incluso colombianos, cuya descripción podemos ahorrar por resultar más conocidos a la audiencia. Una conocida revista de información económica informaba hace no mucho de las interesantes inversiones que logró captar del IFC una de las primeras empresas del país -el *Grupo Empresarial Antioqueño*- después de asumir

Investors and Outside Directors”, enero 2002, disponible en http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=295449.

²⁵ Algo muy parecido leemos en la oferta de servicios de S&P: (v. http://www.standardandpoors.com/emerging_markets/corpgov.html) o de Deminor Rating (v. <http://www.deminorrating.com/index.html> [“mission statement” y “services to companies”]).

²⁶ La presentación esta disponible en el archivo del autor. El caso de *Ultrapar* es objeto de análisis en el estudio de C. Jordan y M. Lubrano, “How Effective Are Capital Markets in Exerting Governance on Corporations?”, en R. E. Litan, M. Pomerleano y V. Sundararajan (eds.), *Financial Sector Governance. The Role of Public and Private Sectors*, Washington D.C., Brookings Press, 2002, cap. 10, pp. 18-21 (cito por una copia de las galeradas que gentilmente me han facilitado los autores).

importantes compromisos en materia de gobierno corporativo (composición de la Junta Directiva, Comité de Conflictos de Interés, etc.)²⁷.

4.4. Hasta el momento he hablado de encuestas a inversionistas, de inversiones realizadas por agentes especializados y de estudios de casos. Los más escépticos se resistirán a conceder mucho crédito a estas pruebas, y yo no les puedo culpar de ello. Aunque ofrecen indicios prometedores, no son más que una colección de anécdotas, ciertamente carentes de valor científico (las que son generales, porque se basan en meras afirmaciones de inversores; y las que son particulares, porque bien puede suceder que no sean universalizables). No cumpliría por ello el objetivo que me he propuesto sino fuera capaz de sustituir esta evidencia anecdótica por evidencia sistemática, que acredite en términos estadísticamente significativos la tesis de que el gobierno corporativo paga. Sobre esto quisiera centrar la atención en el resto de la exposición, y para ello, lo primero que he de hacer es identificar instrumentos de medición fiables.

a) Un procedimiento bien conocido en la investigación financiera empírica consiste en el *análisis de eventos*. Lo que se busca con ellos es determinar el impacto que tiene en el precio de cotización de un valor el anuncio de la adopción de medidas o reformas de buen gobierno (o, en su caso, de "mal gobierno"). Cuando la muestra es amplia, el mercado eficiente y los resultados estadísticamente significativos, la prueba tiene mucho peso. Al fin y al cabo, nos está informando del valor que añade a la empresa la reorganización de sus mecanismos de salvaguardia y supervisión. Con todo, no puede atribuirse valor absoluto o concluyente. No puede descartarse, en efecto, que la reacción del mercado venga motivada, no por los cambios de buen gobierno, sino por otras circunstancias que se ocultan tras ellos (por ejemplo, la reforma de gobierno corporativo pudo haber sido causada por la entrada de un socio financiero o puede ser una señal de que los *insiders* tienen información privada acerca de proyectos de la empresa). El análisis de eventos, por otra parte, tiene siempre el *handicap* de no capturar más que las reacciones que se desencadenan de inmediato, no las que pueden producirse a medio y largo plazo²⁸.

b) Seguramente por ello, resultan más atendibles aquellas investigaciones empíricas que se fijan en los retornos de una inversión durante un plazo largo de tiempo. El procedimiento usual para abordar la medición de estos retornos consiste en construir un índice de buen gobierno atribuyendo puntuaciones ponderadas a las distintas variables, seleccionar una muestra amplia de empresas, analizar las empresas con arreglo a dicho índice y ordenarlas dentro de un *ranking* de gobierno corporativo. Una vez fijados estos presupuestos, se trata de comprobar el retorno o

²⁷ V. el amplio reportaje "La transparencia paga", en *Dinero* (1-XI-2002), pp. 28-38 (donde se relata además el interesante caso de ISA).

²⁸ La mayoría de los estudios que se han llevado a cabo con esta metodología tratan de correlacionar el impacto sobre la cotización de una *medida concreta* (por, ejemplo designación de consejeros independientes, supresión de una medida anti-opa, etc.) y se han llevado a cabo en el ámbito del mercado de capitales norteamericano, sin que los resultados puedan considerarse ciertamente espectaculares (para una adecuada revisión de los trabajos realizados en esta línea de investigación v. S. Bhagat y R. Romano, "Event Studies and the Law. Part. II: Empirical Studies of Corporate Law", working paper núm. 00-33 del *Yale International Center for Finance*, abril de 2001, pp. 26 ss., disponible en http://papers.ssrn.com/sol3/delivery.cfm/SSRN_ID268285_code010409500.pdf?abstractid=268285, y B.E. Hermalin y M.S. Weisbach, "Board of Directors as an Endogenously Determined Institution: A Survey of Economic Literature", *Economic Policy Review*, abril 2003, pp. 7 ss, esp. 12-18, disponible en <http://papers.ssrn.com/sol3/delivery.cfm/000619306.pdf?abstractid=233111>).

rendimiento -tanto en términos de revalorización bursátil como de dividendos percibidos- que han tenido las acciones correspondientes a las empresas situadas en distintos escalones del *ranking* a lo largo del período de observación (cuanto mayor, mejor). Si advertimos diferencias significativas a favor de las mejor situadas, podemos inferir que el gobierno corporativo paga.

c) Otro modo igualmente fiable de obtener información sobre la cuestión objeto de nuestro interés consiste en examinar la relación que existe entre el valor de mercado y el valor en libros. En efecto, si después de calcular la razón entre valor bursátil y valor contable - el *price-to-book ratio*- de una población amplia de empresas y de descontar en cada una de ellas la razón media de su sector -los desfases entre ambos valores no son iguales en la industria inmobiliaria que en la industria farmacéutica-, verificamos que las mayores razones corresponden a las empresas mejor situadas en el *ranking* de gobierno corporativo previamente establecido habremos confirmado nuevamente nuestra hipótesis. Éste es un método especialmente apropiado para ello, pues el verdadero tesoro de una empresa es el que se esconde tras el diferencial entre valor de mercado y valor en libros. Ahí están todos los intangibles, las expectativas, los proyectos, el *good will*, etc. La forma más sofisticada de efectuar este análisis consiste en sustituir el *ratio* valor de mercado/valor en libros por el *ratio* que sale de dividir el valor de mercado del capital más el valor de mercado de la deuda por el valor de reposición de los activos²⁹. Esta es la famosa *q* de Tobin, sin duda alguna, el criterio más difundido y mejor apreciado por los economistas para calibrar la valoración de una empresa. Una *q* alta -una *q* superior a 1- significa que la empresa en cuestión tiene mucho valor relativo. Y viceversa, una *q* baja -inferior a 1- significa que la empresa tiene poco valor³⁰.

5. Gobierno corporativo y valoración de las empresas en los mercados desarrollados

Pues bien, los estudios econométricos disponibles en el momento actual confirman, todos ellos en términos estadísticamente significativos, que las reglas o cláusulas de buen gobierno voluntariamente asumidas determinan un incremento del valor de la empresa -o lo que es lo mismo, del valor de la acción- y, por tanto, una reducción de su coste de capital. La conjectura de que el gobierno corporativo paga queda así corroborada. Seguidamente nos referimos a las investigaciones realizadas en relación a los mercados de capitales más desarrollados. Luego tendremos ocasión de volver la mirada hacia los mercados emergentes.

5.1. El estudio pionero en esta línea de investigación se lo debemos al equipo dirigido por el profesor Gompers, que se proyecta sobre una muestra muy amplia (incluye 1500 sociedades cotizadas en las distintas bolsas americanas) y un período temporal muy largo (casi diez años, entre septiembre de 1990 y diciembre de 1999)³¹. La premisa del análisis es la construcción de un

²⁹ Cuando no hay datos disponibles sobre el valor de reposición de los activos o el valor de mercado de la deuda, pueden tomarse como aproximaciones muy fiables el valor en libros de la deuda y el valor en libros de los activos.

³⁰ V., por todos, R. Brealey y S. Myers, *Fundamentos de financiación empresarial*, trad. esp., 2^a ed., Madrid 1991, pp. 643-644.

³¹ El trabajo, realizado en la Universidad de Harvard y hecho público a través de la red en 2001 (http://papers.ssrn.com/sol3/delivery.cfm/SSRN_ID278920_code010912510.pdf?abstractid=278920), ha sido publicado en letra impresa hace escasos meses (v. P. A. Gompers, J.L. Ishii y A. Metrick, "Corporate Governance and Equity Prices", *Quarterly Journal of Economics*, 20 (2003), pp. 107 ss.).

índice de gobierno corporativo, que se realiza en función de 24 parámetros correspondientes a cinco grupos de materias: (i) tácticas para demorar ofertas hostiles; (ii) limitaciones a los derechos de voto de los accionistas; (iii) medidas de protección de consejeros y altos directivos; (iv) otros mecanismos defensivos o anti-opa; y (v) legislación estatal³². Los datos se toman del *Investor Responsibility Research Center* (IRRC), que publica listados muy detallados de las normas de gobierno corporativo de las más importantes firmas americanas (cubre el 93% de la capitalización combinada de NYSE, AMEX y NASDAQ). Una vez construido el índice, se ordenan las compañías incluidas en la muestra dentro de una escala de 0 a 24, donde el escalón cero representa el mejor gobierno y el veinticuatro el peor. Mediante las oportunas regresiones, el estudio busca correlaciones estadísticas entre este *ranking* y diversas variables de desempeño. Los resultados, a nuestro juicio más importantes, son los dos siguientes. De un lado, que las inversiones en las empresas mejor gobernadas obtienen mayores rendimientos. Para documentar este aspecto, los autores formaron dos grupos de compañías: las *bien gobernadas* (donde incluyeron a todas las que tenían una puntuación igual o inferior a 5 en el *ranking*) y las *mal gobernadas* (donde incluyeron a las que tenían una puntuación igual o superior a 14). El experimento que seguidamente hicieron fue analizar los rendimientos que habrían obtenido dos estrategias de inversión alternativas consistentes en invertir en una cartera compuesta por acciones de todas compañías bien gobernadas y en una cartera compuesta por acciones de todas las compañías mal gobernadas. El resultado es que una inversión de 1 \$ realizada en 1990 en la cartera de las mal gobernadas se habría convertido en 1999 en 3.339 \$; y que la misma inversión en la cartera de las bien gobernadas, se habría convertido en 7'07 \$. Esto es equivalente a un retorno anualizado de un 14% en el primer caso y de 23'3% en el segundo, y a una diferencia de rentabilidad anual del 9%. El buen gobierno asegura, pues, un rendimiento adicional del 9%. El segundo resultado más significativo se refiere a la valoración de la empresa. El estudio demuestra, en efecto, que existe una fuerte correlación entre valor de mercado y el gobierno corporativo: un punto de mejora en el *ranking* -es decir, un punto de bajada en la escala 0/24- está asociado con un incremento del 11'4% en la *q* de Tobin ajustada a la industria (es decir, restando a la *q* de la empresa la *q* media del sector en que opera). Las firmas mejor gobernadas tienen una *q* un 56% superior a las empresas peor gobernadas.

5.2. Resultados similares se han encontrado en Europa, según se desprende del estudio recientemente llevado a cabo por Rob Bauer, profesor de la Universidad de Maastricht y Jefe de Análisis de *ABP Investments*, el tercer mayor fondo de pensiones del mundo³³. La investigación

³² Para comprender adecuadamente el sentido de este índice son precisas un par de puntuaciones. La primera es que las variables se refieren casi todas a cláusulas anti-opa (incluidas las agrupadas bajo "legislación estatal", que son normas de protección frente a ofertas hostiles), lo cual se explica porque muchos de los aspectos usuales de gobierno corporativo relevantes en otras partes están resueltos en Estados Unidos por el sistema jurídico (*gobierno corporativo institucional*). La segunda es que las variables se refieren todas a aspectos negativos, es decir, a cláusulas o pautas de organización introducidas por las empresas que rebajan los estándares de buen gobierno que tendrían alternativamente. Por ello, como veremos, una puntuación alta significa que la empresa tiene un *mal gobierno contractual*.

³³ R. Bauer y N. Guenster, "Good Corporate Governance Pays Off! Well-Governed Companies Perform Better on the Stock Market", abril 2003, disponible en http://www.deminorating.be/download_docs/Rob%20Bauer%20Study-English-030425.pdf; una versión más perfilada del trabajo acaba de ser hecha pública hace muy poco en el circuito académico: v. R. Bauer, N. Günster y R. Otten, "Empirical Evidence on Corporate Governance in Europe. The Effect on Stock Returns, Firm Value and performance", octubre 2003, de próxima publicación en el *Journal of Asset*

parte también de una muestra muy significativa de las empresas europeas -incluye todas las compañías que forman el *FTSE Eurotop 300 Index*-, que son ordenadas en una escala de 1 a 100 en función de la calidad del gobierno corporativo (ahora la puntuación más alta denota el mejor gobierno). Para la ordenación se utiliza el índice de la consultora belga *Deminor*, que ha sido confeccionado tomando en consideración hasta 300 criterios de gobierno corporativo correspondientes a cuatro grupos de materias: (i) derechos de los accionistas; (ii) rango de medidas anti-opa; (iii) transparencia en materia de gobierno corporativo; y (iv) estructura y funcionamiento del Consejo de Administración. La importancia relativa de los diferentes criterios se ha establecido por *Deminor* sobre la base de una amplia encuesta realizada a inversores institucionales. Pues bien, empleando una metodología similar a la de Gompers, Bauer y Guenster comparan los rendimientos que habrían generado durante el período de observación -entre 1997 y 2002- un *portfolio* de inversión formado por las compañías bien gobernadas y un *portfolio* formado con las compañías mal gobernadas. El resultado es también significativo. Si se hubiera seguido una estrategia de posición larga (compra) en acciones de compañías bien gobernadas y de posición corta (venta) en las de compañías mal gobernadas, se habría obtenido un rendimiento anual del 3%. El estudio examina también la influencia de la calidad de gobierno corporativo en la valoración de las empresas y sus resultados corroboran una vez más nuestra hipótesis de que el buen gobierno paga. Cada subida de diez puntos en el *ranking* -recuérdese que va de 1 a 100- se traslada en un incremento del 1'4% en la *q* de Tobin, lo que una vez más prueba que los inversores están dispuestos a pagar más por una compañía bien gobernada³⁴.

Management y entretanto disponible en <http://ssrn.com/abstract=444543>. A título simplemente anecdotico recordaré que el estudio tuvo una amplia repercusión en la prensa económica española. Uno de los comentaristas, "para evitar las suspicacias de los más escépticos...", dijo "estos son datos, no promesas" (v. A. León, "El buen gobierno desafía a la caída bursátil", *Expansión* (26-IV-2003), p. 13).

³⁴ Desde el punto de vista metodológico, podría objetarse que el estudio compara "peras con manzanas". Como fácilmente se comprende, estas investigaciones son fiables en la medida en que la variable del que hemos llamado *gobierno corporativo institucional* sea fija e igual para todas las empresas. En ese caso, las diferencias de rendimiento de la acción o de valoración de la empresa pueden atribuirse efectivamente al *buen gobierno contractual*. No obstante, cuando no es ésa la situación de partida -y, desde luego, no lo es en Europa, donde cada empresa está sujeta a su propia legislación societaria y a sus propios órganos judiciales y administrativos de aplicación del derecho-, las cosas pueden cambiar (a pesar de la convergencia de los derechos de sociedades nacionales promovida por las directivas comunitarias, persisten aún diferencias notables en la calidad del gobierno corporativo institucional). Con todo, pienso que podemos dar por buenos los resultados debido a la composición de la muestra, en la que sólo se incluyen las empresas más grandes europeas, y éstas -como ya señalaron LLSV- están hasta cierto punto independizadas del contexto institucional local (v. R. La Porta, F. López de Silanes, A. Shleifer y R. Vishny, "Legal Determinants of External Finance", *Journal of Finance* 52 (1997), pp. 1143 ss.; empíricamente corroboramos esta impresión comparando las calificaciones medias de las empresas más grandes de los países emergentes con las medias totales, ya que las primeras son considerablemente más elevadas: v. el cuadro inserto *infra* § 6.1). En todo caso, a favor de esta interpretación hablan los escasos estudios disponible que han partido de datos homogéneos. Nos referimos, fundamentalmente, al efectuado en Alemania por Drobetz y otros (v. W. Drobetz, A. Schillhofer y H. Zimmermann, "Corporate Governance and Expected Stock Returns: Evidence from Germany", European Corporate Governance Institute, finance working paper núm. 13, febrero 2003, disponible en http://papers.ssrn.com/sol3/delivery.cfm/SSRN_ID369100_code030131670.pdf?abstractid=369100). Estos autores han trabajado sobre una amplia muestra de empresas alemanas (91) correspondientes a los cuatro principales segmentos del mercado (DAX 30; MDAX; NEMAX y SMAX) y las han ordenado en un *ranking* de gobierno corporativo construido sobre la base de 30 variables relativas a cinco grupos de materias: (i) compromiso con el gobierno corporativo; (ii) derechos de los accionistas; (iii) transparencia; (iv) organización del consejo de administración y del consejo de vigilancia; y (v) auditoría. El *ranking* va de peor gobierno corporativo (0) al mejor gobierno corporativo (30). Pues bien, después de hechas las correspondientes regresiones y controles de endogeneidad, las pruebas son todas ellas estadísticamente significativas. Se estudiaron muchas variables, pero las que aquí nos interesan arrojan los siguientes resultados: las inversiones en empresas mejor gobernadas (de 23 puntos para arriba en el *ranking*) ofrecen un rendimiento anual superior en un 12% a las empresas peor gobernadas (de 18

5.3. En España no disponemos por ahora de análisis similares. Lo único que se ha hecho son análisis de eventos, cuya fiabilidad es menor, según recordábamos en su momento. En particular, se han examinado 48 compañías que reformaron sus normas de gobiernos corporativo para adaptarse a las recomendaciones del *Código de Buen Gobierno* entre la fecha de publicación de dicho Código en el *Informe Olivencia* y el día 31-XII-1999 y el impacto que tuvo el anuncio de la reforma en su cotización bursátil en la Bolsa de Madrid en el propio día del anuncio y en el siguiente³⁵. El resultado, aunque ciertamente no es espectacular, refuerza también nuestra hipótesis. Lo que se comprueba es que la reforma tiene un retorno anormal promedio en el día del anuncio de 0'62% (significativo estadísticamente) y, acumulando el de en ese día y el siguiente, de 0'73%. Ahora bien, lo más interesante de este análisis es que esos resultados se distribuyen de manera asimétrica. Las empresas que anunciaron la adopción de un reglamento completo asumiendo todas o casi todas las recomendaciones, experimentaron una reacción positiva de 1'53%. En cambio, las empresas que simplemente anunciaron una reforma parcial o la adaptación puntual a alguna de las 23 recomendaciones contenidas en el *Código Olivencia*, apenas movieron el valor. El impacto en la cotización, privado de significación estadística, resultó desde luego casi imperceptible³⁶. Suscribo al cien por cien la interpretación que sugieren los autores de estos resultados:

“el mercado valora positivamente los anuncios que suponen una apuesta decidida por reformar y mejorar la estructura de gobierno corporativo, pero no aquellos anuncios que simplemente se limitan a adoptar ciertas prácticas puntuales sin que las medidas se integren en un proceso más profundo de los órganos de gobierno”³⁷.

puntos para abajo), durante el período analizado (cinco años entre 1 de enero de 1998 y 1 de marzo de 2002). Esto significa que un inversor que hubiera invertido un euro en una cartera formada por las mejor gobernadas habría obtenido al final del período 1'41 euros, es decir, un 8'6% más; y si lo hubiera puesto en una cartera de las peor gobernadas, habría obtenido 0'88 céntimos, es decir, un 3'1% menos. Asimismo se documenta que un incremento de 3 puntos en el *ranking*, supone un incremento de la capitalización bursátil respecto del valor en libros del 2'8%. Indicios similares encontramos también en Italia, aunque los estudios disponibles han empleado otra metodología. Me refiero en concreto a la comparación de las empresas cotizadas en el segmento principal de la Bolsa y las que cotizan en el nuevo mercado lanzado en 2001 STAR, que se caracteriza por exigencias más rigurosas de gobierno corporativo (un mínimo de consejeros independientes, reglas sobre retribución, exigencias de transparencia, etc.). La consultora *McKinsey* ha comprobado que las cotización media de compañías de STAR ha tenido un comportamiento un 16'5% mejor que la media general de la Bolsa y que la media de su razón valor de mercado/valor contable ascendió en el período de análisis a 3'8, cuando la media de la Bolsa fue de 2.1 (v. “A Market for the Well Governed”, *The McKinsey Quarterly* 3 (2002), disponible en <http://mckinseyquarterly.com>).

³⁵ Nos referimos al trabajo de E. Fernández Ruges y Silvia Gómez Ansón, “La adopción del Código Olivencia por parte de las empresas españolas: valoración del mercado de capitales”, Universidad de Oviedo 2002, disponible en <http://www.uc3m.es/uc3m/depto/ECO/finanzas8/gom16.pdf>.

³⁶ Seguramente esto es así porque las reformas parciales se interpretan más que nada como reformas de “maquillaje” (v. *supra* § 2.2).

³⁷ Fernández Ruges y Gómez Ansón, “La adopción del Código Olivencia por parte de las empresas españolas, cit. nota 36, p. 29.

6. Valor añadido diferencial: el gobierno corporativo paga más en los mercados emergentes que en los mercados desarrollados

Los datos anteriores son muy elocuentes en el sentido de nuestra hipótesis, aunque algunos de ellos no son ciertamente espectaculares³⁸. El interrogante que surge a renglón seguido puede formularse así: ¿en qué medida pueden extrapolarse a la realidad colombiana, que a fin de cuentas es la que aquí interesa escrutar? ¿No hay acaso circunstancias idiosincrásicas en este país que impidan la extrapolación directa? Los más descreídos apelarán, a buen seguro, a la más débil infraestructura institucional del sistema financiero colombiano para desconfiar de esta evidencia y rechazar la extrapolación. El argumento nos retrotrae a la distinción entre *buen gobierno institucional* (provisto exógenamente por el sistema jurídico) y *buen gobierno contractual* (provisto endógenamente por cada empresa) a que hacíamos referencia en su momento³⁹. Pues, en efecto, cabría conjeturar que las pautas de buen gobierno que voluntariamente adopten las empresas colombianas serán acogidas con mayor escepticismo y menor prima por los inversores debido a la reducida credibilidad que tienen esta clase de compromisos cuando las leyes sustantivas y los dispositivos de *enforcement* que ofrece el sistema local son de poca calidad (recuérdese que, bajo esta perspectiva, Colombia no está bien ubicada en la escena internacional)⁴⁰. De ser así, ciertamente habría que dar la razón a los descreídos: los emisores no tienen incentivos para dotarse de estructuras de gobierno que construyen su capacidad de maniobra y que, a cambio, no les deparan un beneficio perceptible.

Pues bien, mi convicción es que este diagnóstico pesimista no está en absoluto justificado. Más aún: que la fuerza de las pruebas de creación de valor mediante políticas de buen gobierno que nos ofrece la experiencia de los mercados más desarrollados, lejos de menguar, se multiplica en las economías en transición. Para percarnos de ello hemos de tener presente que entre el *buen gobierno institucional* y el *buen gobierno contractual* existe, hasta un cierto punto, una relación de sustituibilidad y, por tanto, cabe suponer que a medida que aquél se debilita, se agranda el espacio para que éste se refuerce con ganancias de todos. Se trata, en última instancia, de una aplicación del *Teorema de Coase*, que postula que las empresas se adaptan contractualmente a los contextos institucionales más pobres⁴¹. Todo esto me hace pensar que una estrategia de gobierno corporativo en Colombia puede resultar especialmente atractiva. La investigación acumulada en estos dos últimos años en relación a los mercados emergentes indica, en efecto: (i) que existen variaciones en los niveles de gobierno corporativo contractuales de las distintas compañías, y que el valor de esas variaciones están inversamente correlacionadas con la calidad del sistema de gobierno corporativo institucional (es decir, a medida que mejora el gobierno institucional hay

³⁸ Me he referido a los estudios más recientes, relevantes y homogéneos desde el punto de vista del planteamiento de nuestra hipótesis. El lector interesado en la investigación anterior, más indirecta y heterogénea, podrá consultar con provecho algunos *surveys*: v., por ejemplo, M. Maher y Th. Andersson, "Corporate Governance: Effects on Firm Performance and Economic Growth", en AA.VV., *Convergence and Diversity of Corporate Governance Regimes and Capital Markets*, Oxford University Press 2000; y antes la clásica revisión de A. Shleifer y R.W. Vishny, "A Survey of Corporate Governance", *Journal of Finance* 52 (1997), pp. 737 ss.

³⁹ V. *supra* § 3.2.

⁴⁰ V. *supra* nota 19.

⁴¹ Para este debate, v. E. Glaeser, S. Johnson y A. Shleifer, "Coase versus Coasians", *Quarterly Journal of Economics* 116 (2001), pp. 853 ss.

menos variaciones en el gobierno contractual)⁴²; (ii) que se producen correlaciones muy estrechas entre los niveles de gobierno corporativo y las medidas de rendimiento de la inversión (es decir, a medida que mejora el gobierno corporativo se obtienen mejores valoraciones de las empresas, mejor comportamiento de la cotización y mejores *ratios* financieros; y (iii) que la correlación entre gobierno contractual y valoración de la empresa u otras medidas de rendimiento de la inversión es más fuerte en los mercados emergentes que en los mercados desarrollados (es decir, a medida que empeora el contexto institucional, el buen gobierno contractual añade más valor). La evidencia que a continuación se ofrece habla por sí sola.

6.1. En algún momento anterior hemos tenido ocasión de señalar el protagonismo de la firma de inversión *Credit Lyonnais Securities Asia* (CLSA) en la elaboración de *ratings* de gobierno corporativo en el área de los mercados emergentes (básicamente Asia y Latinoamérica). En su Informe de 2001 analiza 495 grandes empresas de 25 mercados emergentes y las clasifica en un *ranking* de buen gobierno construido sobre la base de una encuesta a los analistas del propio banco en los diferentes países. La encuesta se refiere a 57 variables, que se agrupan en torno a siete materias: (i) disciplina del *management* (creación de valor, recurso al mercado para financiación, devolución de la tesorería discrecional, etc.); (ii) transparencia; (iii) independencia (separación de la presidencia del consejo y del primer ejecutivo, miembros independientes en los comités de auditoría y remuneraciones, etc.); (iv) efectividad del consejo (función de supervisión, porcentaje de consejeros “realmente independientes”, número de reuniones anuales, etc.); (v) responsabilidad del consejo y los consejeros (facilidad de litigar su responsabilidad, formas internas de disciplina sobre el comité ejecutivo, etc.); (vi) derechos de los accionistas y trato equitativo (acciones sin voto, calidad de la información suministrada en las juntas, remuneración del consejo, etc.) y (vii) responsabilidad social. A cada grupo de materias se le asigna 15 puntos, exceptuada la última, que sólo recibe 10. De esta manera, sale una escala de 1 a 100, dentro de la cual se ordenan a todas las empresas de la muestra⁴³. El cuadro siguiente muestra las puntuaciones medias de las empresas analizadas correspondientes a todos los mercados emergentes⁴⁴ y el siguiente, el de las empresas analizadas correspondientes a Latinoamerica⁴⁵.

⁴² Esto implica que en los países más desarrollados resulta a cada paso más difícil avanzar en los *rankings*. Al achicarse el espacio o recorrido disponible para la mejora, éstas tienden a ralentizarse. La posibilidad de encontrar nuevos equilibrios es cada vez menor debido al carácter creciente del coste marginal que tiene para los *insiders* una mejora adicional de los estándares de buen gobierno y al carácter decreciente del beneficio que pueden obtener de ellas los *outsiders*. En todo caso, es de señalar que allí donde hay espacio para la mejora contractual, la hipótesis se confirma. En este aspecto, puede resultar interesante el caso suizo, que, al menos en lo tocante a transparencia, tiene un nivel de exigencia legal o institucional muy bajo, por lo que las empresas disponen de un amplio margen para la mejora. Pues bien, el estudio realizado por Luzy Hail con una muestra de 73 empresas indica bien a las claras que existe una relación inversa entre nivel de transparencia voluntaria y el coste de capital, de manera que las firmas mejor situadas en el *ranking* de transparencia elaborado de acuerdo con el índice del el Instituto Bancario Suizo disfrutan de una ventaja de entre 1'8 a 2'4 puntos porcentuales en su coste de capital respecto de las peor situadas (v. L. Hail, “The Impact of Voluntary Corporate Disclosures on the Ex Ante Cost of Capital for Swiss Firms”, de inminente publicación en la *European Accounting Review* y entretanto disponible en http://papers.ssrn.com/sol3/delivery.cfm/SSRN_ID279276_code010816500.pdf?abstractid=279276.

⁴³ El cuestionario resulta, a nuestro modo de ver, altamente interesante. Como no puede ser reproducido aquí, he de remitir al voluminoso Informe original preparado bajo la dirección de A. Gill: v. CLSA *Corporate Governance in Emerging Markets: Saints and Sinners, Who's Got Religión?*, Hong Kong 2001, pp. 8-12. y 202-206 El documento no está libremente disponible en la web de CLSA. Lo hemos localizado en http://www.worldbank.org/wbi/banking/finsecpolicy/domestic2003/pdf/CreditLyonnais_Gill.pdf.

⁴⁴ CLSA, *Saints and Sinners*,cit., nota 44, p. 13.

Compañías de todos los mercados emergentes (Global) (%)				
	Puntuación Promedio	Puntuación Promedio de las 50 grandes compañías	Mejor Calificadas	Peor Calificadas
Disciplina	49'9	66'9	73'8	29'3
Transparencia	57'5	71'4	72'0	42'3
Independencia	56'6	72'3	77'0	19'5
<i>Accountability</i>	48'1	65'5	73'5	26'1
Responsabilidad	51'5	69'7	78'0	23'2
Imparcialidad	63'2	77'4	85'4	26'7
ResponsabilidadSocial	68'4	83'7	86'0	56'7
<i>Promedio Ponderado</i>	55'9	71'8	77'6	30'7

Compañías de los mercados latinoamericanos (Regional) (%)			
	Puntuación Promedio	Mejor Calificadas	Peor Calificadas
Disciplina	54'40	88'9	11'1
Transparencia	78'60	100'0	50'0
Independencia	60'14	85'7	28'6
<i>Accountability</i>	58'33	87'5	25'0
Responsabilidad	61'11	83'3	16'7
Imparcialidad	54'87	94'4	16'7
ResponsabilidadSocial	73'39	100'0	33'3
<i>Promedio Ponderado</i>	62'55	76'5	45,4

Pues bien, el análisis llevado a cabo revela la existencia de una correlación muy estrecha entre los niveles de gobierno corporativo asignados a cada compañía en el *ranking* y los *ratios financieros*, el comportamiento de la cotización y la valoración de la empresa de cada compañía. Los resultados más interesantes pueden resumirse así:

- a) En relación a los *ratios financieros*, se encuentra: (i) que, siendo el ROCE medio de las cien empresas más grandes de un 23'5%, el de las situadas en el cuarto superior del *ranking* de gobierno corporativo -75 puntos o más- se eleva al 33'8% y el de las situadas en el cuarto inferior -25 puntos o menos-, de 18%; (ii) que, siendo el ROE medio de un 21'2%, el del cuarto superior del *ranking* asciende a 25% y el del inferior apenas alcanza el 18%; y (iii) que las empresas del cuarto superior generaron un *EVATM/IC* del 11%, mientras que el generado por las situadas en el cuarto inferior sólo alcanzó el 1'3%.
- b) En relación al comportamiento bursátil de la acción, se ha comprobado: (i) que durante el ejercicio 2000, siendo el resultado medio una caída del 8'7%, el precio de las acciones correspondientes a las empresas situadas en el cuarto superior del *ranking* subió un 3'3%,

⁴⁵ Elaborado a partir de los datos que ofrece CLSA, *Saints and Sinners*, cit. nota 44, pp. 195-196

mientras que el de las situadas en el cuarto inferior cayó un 23'4%; (ii) que durante los tres años anteriores, siendo el incremento medio de un 127%, las empresas situadas en el cuarto superior doblaron al 267% y las del cuarto inferior tuvieron un modesto incremento medio del 49%; y (iii) que durante los cinco años anteriores, siendo el incremento medio de un 388%, las acciones de las empresas del cuarto superior se revalorizaron un 930% y las del cuarto inferior un 196%.

c) En relación a la valoración, se constata que, siendo la razón media entre valor de mercado y valor contable de las empresas incluidas en la muestra de 3'9, el de las empresas situadas en el cuarto superior se eleva a 5'5 y el de las situadas en el cuarto inferior se queda en 2'5.

Cuadro resumen de rendimientos financieros en todos los mercados emergentes (Global)

Variable	Valor empresas de mejor GC	Valor medio	Valor empresas de peor GC
Ratios Financieros			
ROCE	33'8%	23'5%	18%
ROE	25%	21'2%	18%
EVA TM /IC	11%	-	1'3%
Cotización			
2000	3'3%	-8'7%	-23'4%
1997-2000	267%	127%	49%
1995-2000	930%	388%	196%
Valor de mercado / Valor contable	5'5	3'9	2'5

La evidencia sobre la rentabilidad de las estrategias de buen gobierno en los mercados emergentes resulta, así pues, abrumadora. La conclusión no muda un ápice si en lugar de tomar los datos globales correspondientes a todos los mercados emergentes, nos fijamos en los datos regionales correspondientes a las empresas latinoamericanas, cuyas cifras agregamos en el siguiente cuadro⁴⁶:

Cuadro resumen de rendimientos financieros en los mercados latinoamericanos (Regional)

Variable	Valor empresas de mejor GC	Valor medio	Valor empresas de peor GC
Ratios Financieros			
ROCE	17'8%	11'1%	6'3%
ROE	13'9%	9'8%	6'4%
EVA TM /IC	-4'4%	-6'6%-	-9'3%
Cotización			
2000	11'4%	-9'25%	-14'4%
1997-2000	212%	129'9%%	9'3%

⁴⁶ Lo hemos elaborado también con datos tomados del Informe de CLSA, *Saints and Sinners*, cit. nota 44, pp. 193-194.

1995-2000	327'9%	158'9%	100%
Valor de mercado / Valor contable	3	1'9	0'8

6.2. La valiosa compilación de datos efectuada por CLSA ha sido explotada por la investigación académica posterior, que ha refinado el análisis centrando su estudio no tanto en los rendimientos financieros (cuya fiabilidad es menor debido a la enorme volatilidad de los mercados de capitales emergentes), cuanto en la valoración de empresas, con el criterio técnicamente más adecuado de la *q* de Tobin.

a) Me refiero, en primer lugar, al estudio realizado por Klapper y Love, dos relevantes economistas del Banco Mundial⁴⁷. Después de introducir ciertas depuraciones en el índice y en la muestra de CLSA (por ejemplo, recalcular o rehacer el *ranking* sin considerar el capítulo (vii) relativo a la responsabilidad social de la empresa y excluir algo más de cien empresas -entre ellas, desgraciadamente, las colombianas- por faltar algunos datos relevantes) y de regresionar los valores del *ranking* contra estadísticas de valoración (*q* de Tobin) e indicadores de calidad del gobierno corporativo institucional de los distintos países, obtienen dos resultados de gran interés a nuestros efectos. El primero es que existe una correlación muy significativa entre el *ranking* de gobierno corporativo y la valoración de las empresas, de manera que una mejora estándar en el *ranking* determina de media un incremento del 23% de la *q* de Tobin. El segundo, es que esa correlación entre nivel de buen gobierno contractual y la valoración de la empresa es más fuerte en los países con peor gobierno corporativo institucional que en los países que lo tienen mejor: así por ejemplo, una mejora estándar en el gobierno corporativo contractual determina un incremento de la *q* de Tobin en un 33% si la puntuación del gobierno institucional es baja (5); en cambio, ese incremento se queda en el 18% cuando la puntuación del gobierno institucional es más elevada (8). Esto sugiere la adopción de prácticas de buen gobierno es más importante para la valoración de la empresa y, por ende, para reducción de su coste de capital cuando el sistema institucional de protección de los inversores es más débil.

b) Conclusiones similares arroja el trabajo de Durnev y Kim⁴⁸. El punto de partida es también el *rating* de CLSA al que se agrega -después de haber comprobado su consistencia- el índice de transparencia de *Standard & Poor's*, que es un índice elaborado en función de 91 aspectos cuya comunicación a los mercados se considera relevante para los inversores: (i) veintiuno relativos a la estructura de propiedad y relaciones con inversores; (ii) treinta y cuatro relativos a la contabilidad y políticas financieras; y (iii) treinta y cinco relativos a la estructura y funcionamiento del consejo de administración y la dirección de la compañía⁴⁹. El resultado es una

⁴⁷V. L.F. Klapper e I. Love, "Corporate Governance, Investor Protection and Performance in Emerging Markets", de próxima publicación en el *Journal of Corporate Finance* (2003), entretanto disponible en http://papers.ssrn.com/sol3/delivery.cfm/SSRN_ID303979_code020319500.pdf?abstractid=303979.

⁴⁸A. Durnev y E.H. Kim, "To Steal or Not to Steal: Firm Attributes, Legal Environment, and Valuation", University of Michigan Business School, abril de 2003, disponible en <http://www.ssrn.com/abstract=318719>.

⁴⁹Como el *ranking* de S&P incluye 208 empresas también incluidas en el de CLSA, la prueba de consistencia entre ambos índices se realiza correlacionando, mediante las oportunas regresiones, los datos globales y por segmentos relativos a las empresas examinadas en uno y otro. El resultado de las regresiones son unos datos muy consistentes, lo que permite refundir uno y otro *ranking* homogeneizando las puntuaciones obtenidas por las distintas empresas.

muestra considerablemente más amplia: en ella quedan, tras las oportunas depuraciones, 859 empresas, 384 de CLSA y 456 de S&P. Pues bien, utilizando una metodología similar al anterior, en cuyo detalle huelga entrar ahora, las hipótesis básicas que son objeto de nuestra atención quedan también plenamente corroboradas, a saber: que los niveles de gobierno corporativo están asociados estrechamente con los niveles de valoración bursátil de la empresa (un incremento estándar en el *ranking* determina un incremento medio de la valoración de la empresa -de la q de Tobin- en un 9%)⁵⁰) y que las correlaciones anteriores son más fuertes en los mercados con niveles de gobierno corporativo institucional más bajos que en los más altos⁵¹. Así, por ejemplo, una mejora estándar en el *ranking* de buen gobierno contractual en Méjico -cuyo nivel de gobierno institucional está más bien bajo- determina un incremento del valor de mercado de sus acciones de un 12'6%. En Chile, por el contrario -cuyo nivel de gobierno corporativo institucional es alto-, el incremento que procura es sólo del 5'6%⁵².

c) En la misma línea, parece oportuno dar cuenta de un estudio que recientemente se ha dado a conocer en la red y que confirma de manera neta los resultados anteriores, sobre la base, una vez más, de los datos compilados y actualizados a 2002 de CLSA⁵³. Esta vez se investiga directamente el impacto de las mejoras de gobierno corporativo sobre el coste de capital de las empresas incluidas en la muestra, no sobre la valoración de la empresa. No es cuestión ahora de descender a los detalles del cálculo del coste del capital. Lo que importa subrayar es que las regresiones arrojan una clara relación negativa entre la puntuación en el *ranking* de gobierno corporativo y el coste de capital, lo que prueba efectivamente que el buen gobierno rebaja el coste de capital de las compañías. En particular, se estima que el paso del nivel más bajo de gobierno corporativo (entre 1 y 25 puntos en el ranking de CLSA) al más alto (entre 75 y 100 puntos) determina un descenso del 1'26 puntos porcentuales de su coste capital, lo que se traduce en un incremento aproximado del 20% del valor de la empresa, empleando un cálculo razonable y conservador⁵⁴. Lo

⁵⁰ Una cifra parecida arroja el estudio menos sofisticado de *McKinsey*, en el que se analizan 188 compañías de seis mercados emergentes con un *ranking* propio. El estudio documenta igualmente una estrecha asociación entre buen gobierno y valoración de la empresa y pone de relieve que mediante mejoras voluntarias estándar la valoración de las empresas en Bolsa puede incrementarse entre un entre un 10% y un 12% (v. R. Newell y G. Wilson, "A Premium for Good Governance", *The McKinsey Quarterly* 3 (2002), disponible en <http://www.mckinsey.com>). La diferencia de los incrementos constatados por Klapper y Love respecto de los constatados por Durnev y Kim o *McKinsey* debe atribuirse a la muestra. La población analizada por estos últimos -y, en especial el de Durnev y Kim (que ha agregado a la muestra de CLSA empresas muy grandes del índice de S&P)- es de empresas muy grandes, que hace que los resultados medios sean menos espectaculares. Como es sabido, el tamaño de las empresas y su papel de jugadores internacionales hace que sean muy relevantes instrumentos de gobierno corporativo basados en las fuerzas del mercado (habría que reproducir por ello aquí la observación que hicimos, a otros efectos, en la anterior nota 35).

⁵¹ En la literatura que hemos podido revisar, detectamos un estudio (v. A. Sevic y Z. Sevic, "Legal Environment, Firm-Level Corporate Governance and Expropriation of Minority Shareholders in Asia", 2003, disponible en http://papers.ssrn.com/sol3/delivery.cfm/SSRN_ID407847_code030609670.pdf?abstractid=407847) que no corrobora esta parte de los resultados, aunque tampoco los desmiente. Los autores no ofrecen la explicación alternativa del "descreído", sino que atribuyen la divergencia a diferencias de las muestras y, sobre todo, a que de la suya desparecieron empresas de alta tecnología, donde la expropiación es más fácil debido a la naturaleza de los activos, que son más intangibles (*op. cit.* pp. 18-19).

⁵² En la anterior nota 19 se ofrece una cuantificación del nivel de gobierno corporativo institucional en Méjico y Chile y se explica el procedimiento seguido para establecerla.

⁵³ K.C.W. Chen, Z. Chen y K.C. Wei, "Disclosure, Corporate Governance, and the Cost of Equity Capital: Evidence from Asia's Emerging Markets", Junio 2003, disponible en http://papers.ssrn.com/sol3/delivery.cfm/SSRN_ID422000_code030730670.pdf?abstractid=422000.

⁵⁴ Para la estimación de este cálculo v. *ibidem*, p. 23.

significativo de este estudio es que, además y de acuerdo con la hipótesis anterior, prueba que esa magnitud es más pronunciada en los países que sufrieron más la crisis y que previsiblemente tenían sistemas más débiles de gobierno corporativo (como Filipinas o Tailandia)⁵⁵.

6.3. Para completar el cuadro, aludiré finalmente a otros procedimientos indirectos de averiguación del impacto que puede tener una estrategia de buen gobierno contractual en la creación de valor. Me refiero, en concreto, a los estudios que prestan atención a la prima de doble cotización. La hipótesis es que las sociedades extranjeras que deciden cotizar en las Bolsas americanas adoptan una decisión de buen gobierno contractual: se someten voluntariamente a un régimen de transparencia y organización más estricto (estándares de *listing* más exigentes, normas de la SEC más rigurosas, etc.). No es descabellado por tanto suponer que la comparación entre ciertos *ratios* de las *cross listed firms* y los *ratios* medios de las empresas de sus países de procedencia puede arrojar también algo de luz sobre nuestra hipótesis. Y si es así, hemos de concluir una vez más que la evidencia disponible refuerza nuestra conjetura. Es particularmente ilustrativo en este sentido el reciente estudio de Doidge, que pone de relieve que la *q* de Tobin de las empresas extranjeras cotizadas en Estados Unidos excede un 16'5% de la *q* de Tobin de las empresas de su mismo país no cotizadas en EEUU⁵⁶.

7. El impacto del gobierno corporativo sobre la valoración de las empresas en los mercados emergentes: evidencia de algunos mercados nacionales

He reservado para el final la discusión de la evidencia empírica más interesante para la audiencia colombiana. Los datos que hemos sistematizado en el apartado anterior son mucho más elocuentes de los que habíamos visto en relación a los mercados más desarrollados. No obstante, no lo son tanto como podrían serlo. La razón de ello es que las poblaciones con que se han confeccionado las muestras: (i) son internacionales, por lo que ofrecen medias sujetas a una enorme variación (los países emergentes abarcan mercados de capitales tan distintos como Hong Kong y Pakistán); (ii) únicamente incluyen las empresas más grandes de las distintas economías y, siendo éstas las que tienen menos problemas de gobierno corporativo, los resultados aparecen

⁵⁵ En la misma línea se producen otras investigaciones que han correlacionado los niveles de gobierno corporativo de distintas compañías y su comportamiento en la crisis asiática, que en buena medida fue una crisis de gobierno corporativo (v. S. Johnson, P. Boone, A. Breach y E. Friedman, "Corporate Governance and the Asian Financial Crisis", *Journal of Financial Economics* 58 (2000), pp. 141 ss.). Las compañías con mejores puestos en el *ranking* tuvieron un comportamiento comparativamente mucho mejor durante la crisis (v. T. Mitton, "A Cross-Firm Analysis of the Impact of Corporate Governance on the East Asia Financial Crisis", *Journal of Financial Economics* 64 (2002), pp. 483 ss.).

⁵⁶ V. C. Doidge, G.A. Karolyi y R. Stulz, "Why Are Foreign Firms Listed in the U.S. Worth More?", *Journal of Financial Economics*, (2003); hay una versión anterior disponible en <http://www.ssrn.com/abstract=285337>, por la que citamos. El lector interesado hará bien en consultar el estudio original, que rechaza con argumentos convincentes otras hipótesis no relacionadas con el gobierno corporativo avanzadas en la literatura anterior para explicar el *cross-listing premium*. Con todo, hemos de reiterar una advertencia, y es que su valor es reducido al partir de una base no homogénea de *gobierno corporativo institucional*. Más reducido es aún el de los estudios que se fijan en las fusiones transfronterizas, aunque efectivamente demuestran que la *q* de Tobin de un sector industrial de un determinado país se eleva cuando una empresa perteneciente a él es absorbida por otra empresa extranjera que tiene mejor gobierno corporativo (v. A. Bris y Ch. Cabolis, "Adopting Better Corporate Governance: Evidence from Cross-Border Mergers", febrero de 2003, disponible en http://papers.ssrn.com/sol3/delivery.cfm/SSRN_ID424884_code030717440.pdf?abstractid=424884; v. también S. Rossi y P. Volpin, "Cross-Country Determinants of Mergers and Acquisitions", mayo de 2003, disponible en <http://cepr.org/pubs/dps/DP3889.asp>.

sesgados; y (iii) ofrecen escasa base estadística desde el punto de vista de los mercados nacionales, ya que estos se hacen representar por apenas un puñado de compañías. La vía que por todo ello resulta más apropiada para comprobar la “creación de valor” asociada a las mejoras contractuales de gobierno corporativo consiste en examinar las experiencias nacionales, pues parten de presupuestos homogéneos (los condicionantes institucionales de gobierno corporativo son los mismos) y permiten utilizar muestras heterogéneas (empresas grandes, medianas y pequeñas y de todos los sectores). Desafortunadamente, no existen en los circuitos profesionales y académicos internacionales estudios de esta naturaleza en relación a Colombia u otros países de la región. La falta puede suplirse, sin embargo, con los relativos a Corea y Rusia, que son, de cuantos nos constan como disponibles, los que ofrecen mayor fiabilidad. Aun cuando pertenecen a órbitas culturales muy distintas y poseen diferentes grados de desarrollo, pueden servir de *proxy* para Colombia. El factor decisivo es que el nivel de calidad de su gobierno corporativo institucional es muy parecido al colombiano. Utilizando la métrica que ya conocemos, si el *scoring* de Colombia es 7'92 (3 x 2'64), el de Corea es 13'34 (2 x 6'67) y el de Rusia 25 (5 x 5)⁵⁷.

7.1. Me refiero en primer lugar al análisis de la experiencia coreana llevado a cabo bajo la dirección del profesor Bernard Black, en mi opinión uno de los expertos y consultores internacionales con más visión en estas materias⁵⁸. El estudio se basa en la metodología estándar, pero tiene un valor especial por haber construido un *ranking* de gobierno corporativo particularmente cuidado. El punto de partida es la encuesta remitida en 2001 por la Bolsa de Corea a *todas* las sociedades cotizadas sobre prácticas de gobierno corporativo y actitudes frente a la transparencia. La encuesta, que sería contestada por casi todos los destinatarios (540 de 560), se refería a 138 variables, que son sometidas a una poda implacable por los autores. Se descartan, en efecto, todas aquéllas que entrañan valoraciones subjetivas (preguntas que tenían por objeto opiniones de los administradores), carecen de relieve para evaluar el gobierno de la sociedad (por ej., sobre planes de negocios o políticas financieras) o resulta difícil juzgar como prácticas de buen o de mal gobierno. Al final quedan 38 variables, que afectan al núcleo o corazón del gobierno corporativo. Las variables se clasifican en cuatro subgrupos: (i) derechos de los accionistas; (ii) estructura del consejo y de sus comités; (iii) procedimientos del consejo y de sus comités; (iv) información y transparencia a accionistas, a los cuales se añade uno nuevo sobre (v) “paridad de propiedad”, que persigue calibrar el grado de proporcionalidad que existe entre derechos económicos y derechos políticos de los grupos de control (se trata, en definitiva, de ver en qué medida el mayor accionista de la compañía utiliza estructuras piramidales o participaciones cruzadas para controlar más votos de los que tiene directamente). La importancia de esta variable es crucial desde el punto de vista del gobierno corporativo. La intuición común indica -y la experiencia corrobora- que los incentivos para la expropiación de los accionistas minoritarios crecen a medida que se abre la brecha entre derechos de voto y derechos sobre los flujos de caja⁵⁹. Se estandarizó cada subgrupo para tener un valor entre 0 y 20 y se construyó un índice de

⁵⁷ V. *supra* nota 19.

⁵⁸ B.S. Black, H. Jang y W. Kim, “Does Corporate Governance Predict Firms’ Market Values? Evidence from Korea, Stanford Law & Economics Olin Working Paper no. 237, octubre 2003, disponible en <http://www.ssrn.com/abstract=311275>.

⁵⁹ V. S. Claessens, D. Klingebiel y M. Lubrano, “Corporate Governance Reform Sigues in the Brazilian Equito Markets”, 2002, disponible en <http://rru.worldbank.org/documents>.

gobierno corporativo entre 0 y 100. Pues bien, una vez ordenadas más de 500 firmas coreanas en este *ranking* y compilados los datos contables necesarios, se hicieron las correspondientes regresiones estadísticas. En particular, se regresionó el índice contra la *q* de Tobin y contra la razón valor de mercado/valor contable. Los resultados son abrumadores. Se advierte, en efecto, la existencia de una correlación altamente significativa en cada una de las regresiones: un incremento moderado de 10 puntos en el *ranking* resulta en un incremento del 6% en la *q* de Tobin y de un 14% en el *price-to-book ratio*. Un cambio de la peor situación en el *ranking* (que era de 13'41 puntos) a la mejor (85'6 puntos) determinaría un incremento de un 42% en la *q* de Tobin y de un 96% en la razón valor de mercado/valor contable. Otro hallazgo digno de ser destacado es que, cuando las regresiones se hicieron contra los valores de cada subgrupo de variables del índice, los resultados se mantuvieron, aunque algunas de las cuestiones resultaron ser especialmente significativas desde el punto de vista estadístico, en concreto y por este orden, “paridad de la propiedad”, información a los inversores y estructura del consejo y de comités⁶⁰.

7.2. Mucho más espectaculares son aún los resultados correspondientes a Rusia, aunque ciertamente han de ser recibidos con prudencia debido a la escasa dimensión de la muestra, que sólo incluyó a 20 empresas. La investigación fue realizada también por el profesor Bernard Black, que esta vez partió de una ordenación inversa de las compañías en una escala de 0 a 60 (donde 0 es el mejor gobierno corporativo y 60 el peor) realizada por el banco de inversión *Brunswick Warburg*⁶¹. El diseño de la investigación consistió en relacionar el *ranking* con un *ratio* entre la capitalización bursátil real de las empresas en la Bolsa de Moscú y la capitalización potencial que podrían tener, en función de sus activos, en un mercado de capitales desarrollado (este cálculo fue realizado por otro banco de negocios independiente, *Troika Dialog*). Pues bien, lo que resulta es una correlación inversa muy robusta entre el nivel de gobierno corporativo y ese *ratio*, lo cual indica que a medida en que mejora el gobierno corporativo, las empresas rusas se acercan a la capitalización que tienen empresas con los mismos activos en Estados Unidos o Europa. Para hacernos una idea de lo que esto significa, bastará con añadir que el paso del puesto inferior en el *ranking* (51 puntos) al puesto superior (7 puntos) determinaría un incremento de 600 veces en la valoración o capitalización de la compañía.

7.3. Para cerrar este capítulo, citaré finalmente dos estudios sobre India y China, que asimismo acreditan la existencia de una correlación directa entre buen gobierno y las medidas usuales de valoración, en concreto la *q* de Tobin y la razón valor de mercado/valor contable los retornos de capital ajustados por industria o sector⁶². Si no los destaco especialmente es a causa de la heterogeneidad y hasta atipicidad de buena parte de parámetros que utilizan para construir el

⁶⁰ Para otro tipo de evidencias igualmente interesantes, v. S.W. John, “Corporate Governance and Firm Profitability: Evidence from Korea Before the Economic Crisis”, *Journal of Financial Economics* 68 (2003), pp. 287 ss.

⁶¹ V. B. Black, “Does Corporate Governance Matter? A Crude Test Using Russian Data”, *University of Pennsylvania Law Review*, 149 (2001), pp. 2131 ss.; una versión algo más refinada en B. Black, “The Corporate Governance Behavior and Market Value of Russian Firms”, *Emerging Markets Review*, 2 (2001), pp. 89 ss., ambos disponibles también en http://papers.ssrn.com/sol3/delivery.cfm/SSRN_ID263014_code010322520.pdf?abstractid=263014.

⁶² V., respectivamente, P. Mohanty, “Institutional Investors and Corporate Governance in India”, mayo de 2003, disponible en http://papers.ssrn.com/sol3/delivery.cfm/SSRN_ID353820_code021212500.pdf?abstractid=353820, y C. E. Bai, J. Lu, F.M. Song y J. Zhang, “Corporate Governance and Firm Valuation in China”, noviembre de 2002, disponible en http://papers.ssrn.com/sol3/delivery.cfm/SSRN_ID393440_code030513670.pdf?abstractid=393440.

ranking de gobierno corporativo, unas veces por incluir factores de menor importancia (como es el caso del relativo a la India) y otras por incluir factores de lo que hemos llamado buen gobierno institucional (como es el caso del correspondiente a China). En todo caso, no están desprovistos de interés.

III. Recapitulación

8. Los retos de Colombia: buen gobierno institucional y buen gobierno contractual

Ha llegado el momento de la recapitulación. Sabemos que el entramado *institucional* de gobierno corporativo de que disponga una nación afecta de manera notable al desarrollo de su sistema financiero. La línea de investigación abierta por los profesores mexicanos Rafael La Porta y Florencio López de Silanes, a la que hemos tenido ocasión de hacer referencia en la primera parte de este estudio, proporciona evidencia incontestable de que los países que disponen de mejores infraestructuras jurídicas -tanto en términos de doctrina sustantiva como de mecanismos de *enforcement* efectivos- tienen mercados de capitales más grandes y líquidos, mayor dispersión de propiedad y mejor valoración de sus empresas⁶³. Sabemos también que, en este plano, Colombia no sobresale en el concierto internacional. Un reto importante para todos aquéllos que están comprometidos con la modernización de su sistema financiero consiste, por tanto, en promover reformas para perfeccionar los instrumentos de protección que brinda la legislación societaria y del mercado de valores e imaginar vías para incrementar la efectividad de los dispositivos públicos de *enforcement* (autoridades de supervisión, instancias judiciales, etc.)⁶⁴. La experiencia de algunos países vecinos que han adoptado medidas de esta naturaleza parecen dignas de emulación. Sirva como botón de muestra la reforma brasileña de finales de los 90 y principios del 2000, que pronto ha dado resultados tangibles⁶⁵. Es cierto que esta clase de reformas requiere inversiones notables, tiempo de maduración y oportunidad política. Colombia las emprenderá también tarde o temprano, y de hecho alguna ya está en marcha: me refiero al *Proyecto de Ley del Mercado de Valores*, actualmente objeto de tramitación parlamentaria.

Es cierto asimismo que las *reformas institucionales* no están en manos de las empresas y de otros agentes del mercado, pero esto no significa que hayan de cruzarse de brazos y esperar. Existe un amplio recorrido para las *reformas contractuales*, que pueden servir de avanzadilla a las primeras y, en muchos aspectos, sustituirlas con provecho. El objetivo de mi exposición ha sido sistematizar la evidencia más relevante disponible al día de hoy sobre la rentabilidad de estas estrategias privadas de gobierno corporativo y probar no sólo que es mucho lo que pueden hacer en este terreno las propias empresas para crear valor, atraer la inversión y reducir su coste de

⁶³ V. *supra* nota 18.

⁶⁴ En este sentido, resultan muy interesantes las *policy recommendations* contenidas en el Informe del Banco Mundial (v. el sumario en el anexo B del Informe del Banco Mundial citado en la nota 3) y en el *White Paper on Corporate Governance in Latin America* elaborado, bajo el patrocinio de la OECD, por la *Latin American Roundtable on Corporate Governance* y recientemente publicado por el CCNM, París, octubre de 2003, pp. 13 ss.

⁶⁵ El estudio empírico realizado sobre el particular por Tatiana Nenova -del Banco Mundial- es muy significativo: v. T. Nenova, "Control Values and Changes in Corporate Law in Brazil", 2001, disponible en <http://www.ssrn.com/abstract=294064>.

capital, sino también que los frutos -relativos- que pueden esperar de ello son mayores en contextos institucionales débiles como el colombiano que en contextos institucionales fuertes. Espero haberlo conseguido⁶⁶. Por ello, en este punto no tengo más que hacer más las conclusiones de Klapper y Love:

“Nuestro resultado tiene implicaciones políticas: Aunque la tarea de reformar los derechos de protección del inversor y la calidad del sistema judicial es difícil, lenta y requiere el apoyo de la clase política y grupos de intereses, la mejora del gobierno corporativo a nivel de empresa es un objetivo alcanzable. Nuestro resultado es que incluso antes de la reforma legal y judicial, las empresas pueden reducir su coste de capital estableciendo medidas de protección de los inversores creíbles. Nuestro trabajo propone que las empresas en países con pobre protección del inversor pueden usar sus estatutos para mejorar su gobierno corporativo, lo cual puede mejorar su *performance* y su valoración”⁶⁷.

Y esto me lleva necesariamente a subrayar la oportunidad del “Proyecto de Gobierno Corporativo” que ha echado a andar la Bolsa de Valores de Colombia dentro de su programa general para “El fortalecimiento del mercado de valores”. La coyuntura, por otra parte, parece especialmente propicia para una iniciativa de esta índole debido a (i) los ingentes recursos de que disponen los fondos de pensiones, listos para afluir al mercado; (ii) la notable caída de los tipos de interés, que favorece la inversión bursátil; y (iii) las necesidades de capital que previsiblemente tendrán los emisores para financiar su expansión en un momento en que el ciclo económico parece despegar.

9. Buen gobierno contractual: los mecanismos de coordinación y credibilidad

Dicho lo anterior, me apresuro a añadir que la reforma contractual de la que tanto pueden beneficiarse las compañías colombianas y los inversores que canalicen sus fondos hacia ellas necesita, sin embargo, de algún apoyo institucional, que ayude a coordinar el proceso y a infundirle credibilidad. Hace falta que alguien se ocupe de gestionar la demanda de gobierno corporativo y de trasladarla a la oferta. Las propias fuerzas del mercado, actuando descentralizadamente, tardarían su tiempo en recorrer el camino. No sé si ese alguien deber ser el regulador, la propia Bolsa, una asociación de inversores institucionales o una organización empresarial, aunque sospecho que lo mejor es una mezcla o la colaboración de todos ellos. Sea como fuere, pienso que el éxito de una estrategia contractual de buen gobierno requiere satisfacer algunas condiciones. Mencionaré aquí cuatro particularmente relevantes: (i) *benchmarking* de autoridad; (ii) implementación reforzada; (iii) visualización competitiva; y (iv) credibilidad en el *enforcement*. Si los compromisos de las empresas no tienen dientes, los mercados no darán crédito

⁶⁶ A la fecha en que entrego este trabajo a la imprenta -mediados de enero de 2004-, ésta es seguramente la primera vez que se ofrece un *survey* o sistematización completa de la investigación empírica que correlaciona niveles de gobierno corporativo y niveles de valoración de la empresa y otros ratios financieros. Nada tiene de particular dada la juventud de esta línea de estudios (2 o 3 años), muchos de los cuales se han realizado de manera simultánea e independiente.

⁶⁷ Klapper y Love, “Corporate Governance, Investor Protection, and Performance in Emerging Markets”, cit. nota 48, p. 22.

a las reformas ni pagarán la prima de buen gobierno (“no se puede nadar y guardar la ropa”). Seguidamente explico de manera sucinta el significado de cada una de esas condiciones.

9.1. La primera alude a la conveniencia de disponer de un *benchmark* que sirva de patrón de referencia -y de patrón de calidad- en el mercado local. Para ello es menester promover la publicación de un *Código de Buen Gobierno* que goce de un amplio respaldo institucional⁶⁸. En él deben encontrar expresión concreta las recomendaciones que se lancen a los emisores⁶⁹. La existencia de un código único dotado de la suficiente autoridad o *auctoritas* facilita la consecución de varios objetivos cruciales para el éxito de la empresa en que andamos metidos: (i) la toma de conciencia por parte de los inversores y emisores de las cuestiones centrales del gobierno corporativo y de su importancia para el desarrollo del mercado⁷⁰; (ii) la creación de cultura corporativa, que ayuda a superar la inercia de las formas de gobierno tradicionales y las ineficiencias asociadas a la *path dependence*; (iii) el logro de economías de red y complementariedad, pues también en este ámbito la estandarización rinde sus frutos; y (iv) la evaluación comparativa de las distintas compañías⁷¹.

La definición del contenido del Código de Buen Gobierno ha de estar presidida por un principio de *adecuación sustantiva* o adaptación al medio. Con ello nos referimos a la necesidad de que las recomendaciones incluidas en el código seleccionen apropiadamente los “puntos calientes” del gobierno corporativo en un mercado como el colombiano, sean consistentes con las expectativas de los inversores, tengan en cuenta las mejores prácticas locales⁷² y ofrezcan soluciones normativas capaces de suplir las imperfecciones e inadvertencias de la legislación societaria, y a este respecto parece especialmente oportuno dirigir la mirada hacia las variables que vienen utilizando las agencias de calificación a la hora de confeccionar sus *ratings* de gobierno corporativo en los países emergentes y de ponderar las pautas o estándares más difundidos en la práctica internacional -por ejemplo, los principios de la OCDE- en atención al peso relativo que tengan en estos *ratings*. De esta manera podremos acotar debidamente las materias a tratar y asegurar una mayor proximidad de las reformas a la sensibilidad de los inversores más

⁶⁸ Un buen punto de partida es el *white paper* de Confecámaras “Principios y marco de referencia para la elaboración de un Código de Buen Gobierno Corporativo” (v. <http://www.confecamras.org.co>). Este documento casa muy bien con el reciente Informe del Banco Mundial sobre el gobierno corporativo en Colombia (citado en la nota 3), pues ambos toman como patrón de referencia los principios de la OECD (el primero para formular sus recomendaciones; el segundo, para evaluar los usos y prácticas de la compañía). Y asimismo guarda sintonía con el *White Paper on Corporate Governance in Latin América* (referido en la nota 65).

⁶⁹ En el caso de Colombia, la existencia de un *benchmark* permitiría además llenar de contenido las referencias al buen gobierno de la Resolución 275 de *Supervalores*.

⁷⁰ Bajo este aspecto es importante que el Código de Buen Gobierno sea capaz de trasmítir “motivación”, y para ello parece necesario que cuente con una parte reflexiva, en la que se justifiquen adecuadamente sus principios y opciones. Acertar con el argumento y elegir bien el lenguaje son una parte importante de la tarea. Este aspecto de la “educación del inversor” ha sido subrayado con mucho acierto y penetración por A.F.H. Loke, “A (Behavioural) Law & Economics Approach to Reforming Asian Corporate Governance”, *Company and Securities Law Journal* 20 (2002), pp. 252 ss., esp. 267-271 (agradezco al autor el haberme suministrado una copia de su trabajo, de difícil acceso en nuestras bibliotecas).

⁷¹ Para el examen de otras funciones más formales o más “jurídicas” v., en la literatura más reciente y próxima a nuestro ámbito cultural, P. Cámara, “Códigos de Gobierno de las Sociedades”, en *Revista Iberoamericana de Mercado de Valores* 10 (2003), pp. 62 ss., esp. 72-75.

⁷² Hemos tenido la oportunidad de conocer las iniciativas adoptadas por algunas compañías pioneras en Colombia (por ejemplo, ISA), en las que se aprecian muchos elementos valiosos para la elaboración de un Código de Buen Gobierno.

sofisticados. Los códigos más difundidos en la experiencia de los mercados desarrollados se ocupan primordialmente de *la estructura y funcionamiento del consejo de administración* (composición, independencia, comités de control, estructura del liderazgo de la compañía, etc.). En España, el *Informe Olivencia* es un buen indicador de la tendencia general⁷³. Mi impresión sin embargo es que, aun siendo éste un núcleo temático de gran importancia, en el caso colombiano ha de prestarse atención prioritaria a los relativos a los "derechos de los accionistas" y a la "transparencia"⁷⁴. En un contexto institucional débil y con una estructura de propiedad muy concentrada, el desafío fundamental de una política de buen gobierno es la protección de la integridad de las inversiones de los minoritarios frente al riesgo de expropiación o riesgo de distribución asimétrica del valor creado dentro de la compañía⁷⁵, y para llevar a cabo este cometido no puede depositarse toda la confianza en los consejos, que ineludiblemente estarán muy mediatisados por las instancias dominicales o de control⁷⁶. El énfasis ha de ponerse en otros mecanismos que favorezcan la vigilancia por fuerzas externas del mercado. Ello obliga, en el campo de *los derechos de los accionistas*, a concentrar la atención en las siguientes cuestiones: (i) reforzamiento de los deberes fiduciarios de los administradores y accionistas de control en casos de conflicto de interés (operaciones vinculadas, explotación de oportunidades de negocio de la compañía, uso de activos sociales, etc.)⁷⁷; (ii) elevación de la tutela de los minoritarios en las transacciones de transferencia del control (por ejemplo, reconociendo a su favor derechos de venta conjunta -*tag along*- o suprimiendo barreras a las opas) y en situaciones donde hay riesgo de dilución del valor de sus participaciones (por ejemplo, reforzando el derecho de suscripción preferente en nuevas emisiones, etc.); y (iii) promoción de la participación de los minoritarios en los procesos de decisión y control de la compañía, previendo sistemas de representación de la minoría en el Consejo, residenciando en la esfera de competencia de la Junta general materias relevantes (por ejemplo, la disposición de activos sustanciales), neutralizando la fuerza matemática de los accionistas de referencia (a través, por ejemplo, de la obligación de abstención o de proceder a votaciones separadas en transacciones que puedan plantear conflictos de

⁷³ Para un examen completo y detallado de los distintos códigos publicados en el ámbito europeo resulta indispensable consultar el trabajo realizado, a instancia de la Comisión de la Unión Europea, por la firma de abogados Weil, Gotshal & Manges, *Comparative Study of Corporate Governance Codes Relevant to the European Union and its Member States*, enero 2002, disponible en http://www.europa.eu.int/comm/internal_market/en/company/company/news/corp-gov-codes-rpt_en.htm

⁷⁴ De hecho, las prioridades manifestadas por los inversores institucionales en Latinoamérica van en este orden: (i) derechos de los accionistas; (ii) transparencia; y (iii) consejo de administración (así se desprende de la conocida encuesta llevada a cabo por McKinsey (v. P. Coombes y M. Watson, "Three Surveys on Corporate Governance", en *McKinsey Quarterly* 4 (2000), disponible en <http://www.mckinsey.com>).

⁷⁵ En este sentido, los comentaristas más perspicuos vienen recomendando que los Códigos de Buen Gobierno de los países emergentes asuman explícitamente como objetivo fundamental "prevenir la expropiación del accionista", al objeto de que la "educación del inversor" se polarice hacia este tipo de problemas (v. Loke, "A (Behavioural) Law & Economics Approach to Reforming Asian Corporate Governance", cit. nota 71, p. 270).

⁷⁶ En nuestro país, por ejemplo, la investigación empírica ha puesto de manifiesto la existencia de una correlación directa y muy significativa entre concentración de la propiedad y debilidad del control ejercido por el consejo: v. L.E. Reyes Recio, *La estructura de propiedad y el Consejo de Administración como mecanismos de gobierno supervisores de las actuaciones directivas (Una aplicación a las empresas no financieras cotizadas en la Bolsa de Madrid)*, Madrid 2001, pp. 167 ss.

⁷⁷ Sobre este aspecto me permito remitir a C. Paz-Ares, "Directors' Duties and Directors' Liabilities", ponencia presentada en la *Third Roundtable of Corporate Governance in LatinAmerica*, México 2002, disponible también en versión castellana en <http://www.oecd.org/dataoecd/1/0/2085788.pdf>. Una versión distinta y adaptada a la discusión española ha sido publicada recientemente bajo el título "La responsabilidad de los administradores como instrumento de gobierno corporativo", en *Revista de Derecho de Sociedades* 20 (2003) pp. 67 ss. y en la revista electrónica *Indret* 4 (2003), accesible en http://www.indret.com/ras_articulos/cas/162.pdf.

intereses) y articulando medidas que pueden favorecer la implicación activa de los inversores institucionales -fundamentalmente, los fondos de pensiones- en los órganos de la sociedad⁷⁸. En el campo de la *transparencia*, los aspectos seguramente más importantes conciernen a (i) la información sobre la estructura de propiedad, incluida la que versa sobre pactos parasociales y sobre el grado de disparidad entre derechos económicos y políticos -participaciones cruzadas, "piramidizaciones" y demás técnicas que, formal o materialmente, alejan la compañía del estándar "una acción, un voto"-; (ii) la revelación pública de las operaciones vinculadas y transacciones sobre títulos de la compañía llevadas a cabo por *insiders*; y (iii) los estándares contables, el *timing* de la información financiera y las prácticas de auditoría. Es cierto que muchas de estas cuestiones merecerían un tratamiento en la legislación societaria, pero entretanto llega el momento de la reforma legislativa, será bueno ir ganando o allanando el terreno en el plano de las recomendaciones⁷⁹.

9.2. La segunda condición versa sobre implementación de las recomendaciones que eventualmente se consignen en el Código de Buen Gobierno. Es aconsejable que se trate -como decíamos- de una *implementación reforzada*, y ello tanto desde el punto de vista de los cauces como de la publicidad. La experiencia enseña que las vías a través de las cuales las empresas asumen sus compromisos de gobierno corporativo son muy variadas, y van desde la simple declaración o manifestación al mercado de unas directrices en la materia (*guidelines*) hasta la formalización estatutaria de reglas bien claras y perfiladas. En España, por ejemplo, se ha generalizado la técnica de incorporarlas a *Reglamentos del Consejo de Administración*. En Colombia, se habla de *Códigos de Buen Gobierno*, cuya naturaleza jurídica no está, al parecer, bien definida. En mi opinión, parece conveniente fomentar la utilización de un cauce estándar y, a tal efecto, lo más recomendable resulta incorporar las normas de buen gobierno a los estatutos de la sociedad. Esta opción tiene varias ventajas sobre las alternativas: (i) mayor estabilidad de los compromisos, puesto que los estatutos requieren un proceso complejo para su modificación, en el que están llamados a participar los accionistas minoritarios⁸⁰; (ii) mayor credibilidad de sus sanciones, toda vez que los actos contrarios a los estatutos son impugnables de acuerdo con la legislación societaria y constituyen un fundamento inequívoco para la exigencia de responsabilidad⁸¹; y, en definitiva, (iii) mayor certidumbre sobre su alcance: todo el mundo conoce el significado de los estatutos dentro de la sociedad y todo el mundo espera que las normas de organización y conducta más relevantes tengan su sitio en la *carta magna* de la compañía. Nada de esto debe entenderse, sin embargo, de forma excluyente. En los estatutos sociales debe recogerse el contenido fundamental del gobierno corporativo, sin perjuicio de que se habiliten normas

⁷⁸ Sobre este último aspecto pone el acento el *White Paper on Corporate Governance in Latin America* (citado en la nota 65), pp. 16-17.

⁷⁹ No estaría demás, en todo caso, aprovechar la reforma de la *Ley de Mercado de Valores* en curso para introducir algunas de las medidas mencionadas.

⁸⁰ Esto no sucede, por ejemplo, con los Reglamentos del Consejo de Administración o de las Juntas Directivas, que pueden ser reformados por el propio órgano.

⁸¹ Estas ventajas no la tienen otras opciones. Por ejemplo, en España no suele considerarse que las infracciones de los Reglamentos del Consejo sean motivo de impugnación a efectos de lo previsto en el art. 143 LSA (v., por ejemplo, F. Salellas Climent, *El funcionamiento del Consejo de Administración*, Madrid 1995, p. 72; M.A. Alcalá Diez, *La impugnación de acuerdos del Consejo de Administración de la sociedad anónima*, Madrid 1998, pp. 308-310), opinión ésta de la que me he permitido discrepar con base en algunos argumentos que no es del caso analizar ahora (v. C. Paz-Ares, "El enforcement de los pactos parasociales", *Actualidad Jurídica U&M*, 5 (2003), p. 39).

inferiores para su desarrollo procedural (por ejemplo, un reglamento de la junta directiva o del comité de auditoría) o de que se acompañen de otros documentos más programáticos para comunicar compromisos al mercado (por ejemplo, una declaración del socio de control, como ha sucedido en el caso de ISA⁸²).

Para facilitar la implementación de las directrices de buen gobierno que eventualmente se incluyan en el *benchmark* y para reforzar su imagen de autoridad, la emisión del Código debería acompañarse de una obligación legal o reglamentaria de información bajo el principio *comply or explain*, de acuerdo con la técnica que incorporara la Bolsa de Londres como requisito de *listing* y ahora han adoptado legislativamente diversos países, el último España, en la reciente reforma de la Ley del Mercado de Valores⁸³. Se trata de “forzar” a los emisores para que ofrezcan una justificación pública de sus políticas de gobierno corporativo. Ellos son dueños de sus decisiones, pero sobre ellos ha de recaer la “carga de la argumentación” en el caso de que resuelvan apartarse o no adaptarse a unas recomendaciones que efectivamente gocen de *auctoritas*. Cabría aprovechar la reforma en curso de la Ley del Mercado de Valores para establecer expresamente esta obligación de “cumplir o explicar”⁸⁴. De no ser posible, podría pensarse en introducirla como requisito de cotización, en el contexto de la creación de un nuevo segmento de mercado caracterizado por su nivel de gobierno corporativo, al que nos referimos seguidamente.

9.3. La tercera condición la he denominado *visualización competitiva*. Las empresas que apuestan por el buen gobierno necesitan comunicar sus progresos a los inversores a fin de realizar de la manera más rápida y completa posible el valor de su esfuerzo. Esto puede ser hecho individualmente por cada empresa o por las agencias de calificación, cuya presencia y actividad en este campo es, como sabemos, cada vez más intensa. Con todo, no está de más que se proporcione algún apoyo institucional a los mercados para que, también bajo este punto de vista, resulten más competitivos. El protagonismo corresponde aquí a las Bolsas. No se trata de que éstas generalicen los estándares de buen gobierno como requisitos de cotización; una iniciativa de este tipo podría encontrarse con la oposición de muchos emisores y restar “voluntariedad” al programa. Se trata simplemente de que pongan en marcha algún dispositivo que facilite la visualización de los más aventajados. La fórmula ya está inventada y consiste en crear un *mercado de dos escalones*⁸⁵. La propia Bolsa de Valores de Colombia puede beneficiarse tanto como las empresas ofreciendo a los pioneros la oportunidad de ser reconocidos como un segmento separado y distinto capaz de atraer la atención y la inversión de los inversores. Esta fue la razón que en su día -junio de 2001- motivó la creación dentro de la Bolsa de São Paulo (*Bovespa*) de los denominados *Níveis Diferenciados de Governança Corporativa*, que forman un escalón distinguido

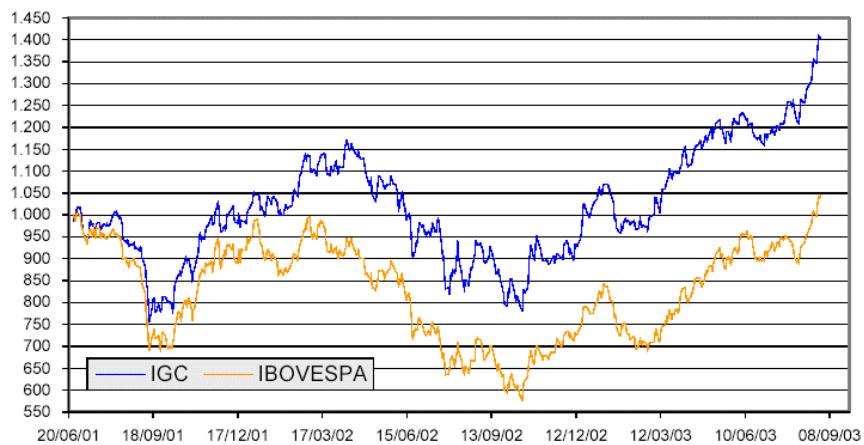
⁸² V. el semanario colombiano *Dinero* (1-XI-2002), p. 36.

⁸³ V. art. 114 LMV, introducido por la llamada *Ley de Transparencia* (Ley 26/2003, de 17 de julio)..

⁸⁴ La importancia de este punto es subrayada adecuadamente, desde la óptica de la educación del inversor y de la creación de una sana cultura en el mercado de valores, por Loke, “A (Behavioural) Law & Economics Approach to reforming Asian Corporate Governance”, cit., nota 71, pp. 268-269.

⁸⁵ La técnica está especialmente indicada en los mercados emergentes: v. B. Black, “The Role of Self-Regulation in Supporting Korea’s Securities Markets”, diciembre de 2002, pp. 10-11, disponible en http://papers.ssrn.com/sol3/delivery.cfm/SSRN_ID293565_code030103530.pdf?abstractid=293565, y S. Choi y K.S. Kim, “Establishing a New Stock Market for Shareholder Value Oriented Firms in Korea”, 2002, pp. 32 ss., disponible en http://papers.ssrn.com/sol3/delivery.cfm/SSRN_ID314921_code020610630.pdf?abstractid=314921.

por la calidad de su gobierno corporativo⁸⁶. Las compañías que cotizan en los tres niveles de ese escalón -nivel 1, nivel 2 y *novo mercado*- se comprometen a adoptar pautas de buen gobierno que se incrementan en cada nivel. Un año más tarde de su lanzamiento, pudo comprobarse el éxito de la iniciativa. Compañías que representaban el 20% de la capitalización bursátil total y el 19% del *trading* estaban cotizando en el segmento de gobierno corporativo. El comportamiento de las cotizaciones fue mucho mejor durante ese año turbulento en Latinoamérica. Hablamos del 2002. El nuevo segmento cayó sólo un 1'58% cuando el índice general de *Bovespa -Ibovespa*- lo hizo en un 23'3%. Su volatilidad fue la mitad que la del índice general⁸⁷. Datos más recientes confirman esta tendencia: la revaloración del IGC (índice de acciones con gobierno corporativo diferenciado) ha sido del 40,6%, frente al 4,5% del *Ibovespa*, desde junio de 2001 hasta agosto de 2003⁸⁸. El siguiente gráfico muestra la evolución comparativa de ambos índices.



No es cuestión de descender ahora a los detalles de cómo debe articularse este mercado de *mejor gobierno corporativo*. Bastará con insistir en que sus estándares de listado deben acoger -quizá en niveles progresivos, quizá en un único nivel- las reglas de buen gobierno más significativas para la protección del inversor (deberes fiduciarios, derechos de *tag along*, comités del consejo con mayoría de independientes, mejoras de transparencia y de estándares de contabilidad, etc.) y seguramente también otras exigencias más relacionadas con el mercado (por ejemplo, un *free float* mínimo del 20% ó 25%, *lock ups* iniciales para los accionistas de control, etc.). La visibilidad que trae consigo la pertenencia al segundo escalón puede constituir un estímulo o aliciente de primer orden para que las empresas acaben a la larga adaptándose a las pautas de buen gobierno. No

⁸⁶ Sobre esta experiencia, que trae causa del fracaso político de ciertas reformas legales y de la agudización de la crisis sufrida por el mercado bursátil a finales de los noventa (se pararon las salidas a Bolsa, ciertas empresas emigraron al mercado de New York, muchas solicitaron la exclusión de cotización, todo ello con la consiguiente merma de liquidez), resulta de gran interés el análisis de C. Jordan y M. Lubrano, "How Effective Are Capital Markets in Exerting Governance on Corporations?: Lessons of Recent Experience with Private and Public Rules in Emerging Markets", cit. nota 23, pp. 21 ss. Los requisitos de *listing* de los segmentos de gobierno corporativo brasileños pueden consultarse en <http://www.novomercadobovespa.com.br/english/index.htm>.

⁸⁷ Recojo estos datos de S. Nestor, "The Corporate Governance Crisis: An Opportunity for Emerging Markets Corporations?", en *International Financial Law Review* (2002), p. 14, disponible en <http://www.iflr.com>.

⁸⁸ Datos publicados en el *Boletim Informativo Novo Mercado*, nº 34, de 5 de septiembre de 2003, disponible en <http://www.bovespa.com.br/pdf/BoletimNovoMercado34.pdf>. Los estudios empíricos ponen de manifiesto, además, que la "emigración" a escalones de gobierno corporativo aumenta la valoración y la liquidez de las acciones y reduce su volatilidad (v. A. Gledson de Carvalho, "Efeitos da Migração para os Níveis de Governança da Bovespa", disponible en www.econ.puc-rio.br/pdf/seminero/2003/migracao/pdf; versión inglesa disponible en www.bovespa.com.br/pdf/usp_ingles.pdf).

hace falta añadir que, junto al estímulo de la visibilidad y con la colaboración de el sector público, pueden crearse otros alicientes quizá más eficaces a corto plazo. Pienso concretamente en iniciativas del regulador de los fondos de pensiones tendentes a autorizar a los fondos a invertir una mayor proporción de sus activos en compañías que coticen en los segmentos especiales de gobierno corporativo, lo cual proporcionaría incentivos adicionales para que las sociedades emigren hacia ellos⁸⁹.

9.4. La última condición a que he de referirme es la relativa a la *credibilidad del enforcement*. El valor de los compromisos de buen gobierno que asuman los emisores está correlacionado con las expectativas que tenga el mercado sobre su efectividad, y para que éstas sean serias o sólidas es preciso que aquéllos se acompañen de las correspondientes medidas de *enforcement*. Hobbes lo dejó dicho de manera lapidaria en su *Leviathan*: “words without swords are merely words”. No se trata aquí, como es natural, de hacer propuestas sobre la mejora del aparato judicial y de los organismos de supervisión del mercado. Esto pertenece al ámbito de la reforma institucional. Mi reflexión se limita a los mecanismos de disciplina privada, donde existen algunas posibilidades de actuación. Mencionaré las más relevantes para facilitar tres tipos de *enforcement*: (i) el *enforcement reputacional*; (ii) el *enforcement institucional*; y (iii) el *enforcement jurídico*.

a) El *enforcement reputacional* es el que realizan las propias fuerzas del mercado evaluando y penalizando -o recompensando- a los agentes en función de sus decisiones. Para facilitar esta labor es necesario evitar el “ruido” en la percepción de cuáles son las prácticas de cada empresa y ello requiere: (i) que las reglas o estándares sean claros, pues en caso contrario puede ser difícil juzgar si ha habido o no un incumplimiento; (ii) que exista una vigilancia o monitoreo efectivo de las prácticas de gobierno, para lo cual es preciso estimular el trabajo y elevar las exigencias de los *gatekeepers* privados (aludo a aquellos operadores profesionales que prestan sus servicios en el mercado y que certifican contra su reputación -de ahí que se les llame “intermediarios reputacionales”- la actuación del emisor: auditores, abogados, bancos de negocio, analistas, asesores de inversión, agencias de *rating*, prensa financiera, etc.)⁹⁰; y (iii) que la información que afluya al mercado sea cuantitativamente suficiente y cualitativamente fiable, para lo cual resulta de gran importancia un apoyo legislativo, según hemos indicado ya. Tiene que existir un *enforcement* regulatorio contra las informaciones falsas o engañosas que proporcionen las empresas.

Dentro de este capítulo, merece una atención especial la producción de *ratings* de gobierno corporativo, que evalúan las reglas y prácticas de una compañía y determinan su posición relativa dentro del mercado. Si la compañía no es capaz de elevar o mantener su calificación, será penalizada con el consiguiente declive de su cotización (y, en su caso, con el activarse el *default*

⁸⁹ De nuevo, la experiencia brasileña de *novo mercado* resulta aleccionadora. El lanzamiento de este escalón de gobierno corporativo ha permitido, por ejemplo, que el BNDES (Banco Nacional de Desarrollo) ofrezca financiación con tasas de interés progresivamente más bajas a las empresas que cotizan en el nivel 1, el nivel 2 y *novo mercado* en sentido estricto (v., con más referencias, Jordan y Lubrano, “How Effective Are Capital Markets in Exerting Governance on Corporations in Emerging Markets”, cit. nota 23, p. 18).

⁹⁰ Para un desarrollo de estos aspectos y otros conexos en los que aquí no puede entrarse v. M. Iskander y N. Chamlou, *Corporate Governance, A Framework for Implementation*, publicado por el World Bank, Washington 2000, un resumen del cual está disponible en <http://www.worldbank.org/html/fpd/privatesector/cg/docs/overview.pdf>.

bajo sus contratos de préstamos o el resultar inidónea para las inversiones de ciertas entidades, por ejemplo, fondos de pensiones). El papel que pueden jugar las firmas de *rating* que ahora están comenzando su andadura puede ser muy importante para lograr la efectividad, y ello especialmente a medida que refinen sus metodologías de análisis y consoliden su reputación de imparcialidad en los mercados. En su momento, hablamos de las iniciativas privadas que se están desarrollando en este campo⁹¹. La cuestión que ahora quiero suscitar -sólo suscitar, porque no tengo una respuesta- es la relativa a la oportunidad de que las instituciones que promueven la publicación de un Código de Buen Gobierno y, en especial, la Bolsa se aventuren también en ejercicios de esta naturaleza. Antecedentes no faltan en otros mercados emergentes. El más notable es, sin duda, el de la Bolsa de Tailandia (SET), que ha desarrollado una metodología de *rating* vinculada al Código de Mejores Prácticas emitido en 1999 y se ha propuesto aplicarla a las empresas que cotizan en ella. El plan consiste en realizar varios *rounds* de calificación. En el primero se efectúan los *ratings* y se elabora el *ranking* correspondiente, en el que se ordenan las distintas empresas. Los resultados obtenidos por cada compañía -la puntuación y su puesto en el *ranking*- se mantendrán confidenciales (sólo se comunicarán a las compañías interesadas). El segundo *round* de *ratings*, en cambio, será hecho público. La idea es dar a las empresas una oportunidad de reaccionar frente al *rating* inicial mejorando su gobierno corporativo⁹².

b) El que de manera un tanto equívoca he denominado *enforcement institucional* es el *enforcement* llevado a cabo por los propios órganos rectores del mercado de capitales. La vía que ha de implementarse es la vigilancia por parte de la Bolsa de Valores del efectivo cumplimiento de los requisitos de cotización que eventualmente establezca para el segundo escalón del mercado. La amenaza de la suspensión de la cotización o del *delisting* puede jugar aquí un papel importante.

c) El *enforcement jurídico* es el último resorte y, al final, el que alimenta en la sombra a los demás. La premisa para hacerlo posible es la incorporación de las reglas de buen gobierno a los estatutos de las compañías, según hemos adelantado ya⁹³. A partir de ahí, lo que procede es establecer mecanismos que faciliten la impugnación de acuerdos de los órganos sociales y, sobre todo, la exigencia de responsabilidad de los administradores y accionistas de control por infracción de sus deberes fiduciarios. En esta línea podrían debatirse algunas medidas estatutarias y valorar si pueden tener cabida dentro del ordenamiento societario y procesal colombiano. Me parecen especialmente relevantes las tres siguientes: (i) legitimar a los accionistas minoritarios que hayan hecho una inversión de cierto peso para entablar la acción social de responsabilidad; (ii) habilitar un cauce de arbitraje institucional para que los accionistas minoritarios puedan ventilar dentro de él sus diferencias y controversias con la sociedad y sus administradores y accionistas de control; y (iii) establecer, dentro de la cláusula arbitral, un trámite de admisión de la demanda que reduzca el riesgo de la litigación estratégica y permita imponer una regla de costas favorable para los

⁹¹ V. *supra* § 4.2.

⁹² Para otras experiencias similares en Polonia y Rusia, v. Jordan y Lubrano, "How Effective Are Capital Markets in Exerting Governance on Corporations in Emerging Markets", cit. nota 23, pp. 29-30).

⁹³ V. *supra* § 9.2.

demandantes⁹⁴. Sería oportuno que el sistema de arbitraje se organizara bajo el auspicio de la Bolsa de Valores y se vinculara a los estándares de listado del “segundo escalón”. De nuevo, la experiencia brasileña puede ser de gran ayuda para diseñar la cámara arbitral y sus procedimientos⁹⁵. El objetivo prioritario es asegurar la confianza de emisores e inversores en la integridad deontológica y en la competencia técnica -jurídica y financiera- de las personas llamadas a resolver los litigios.

10. Una consideración final sobre la recepción de las políticas de buen gobierno

Termino con un par de reflexiones sobre las condiciones que vislumbro para la recepción por parte del mercado de las políticas de buen gobierno. Todo parece indicar que *el lado de la demanda* está ya muy maduro. Los inversores más sofisticados han adquirido plena conciencia de su importancia fundamental y, efectivamente, parecen dispuestos a pagar una prima sustanciosa por los títulos de una compañía bien gobernada. La preocupación por este asunto no es ya una “excentricidad” de *CalPERS* y unos pocos más⁹⁶. En su último informe, *McKinsey* nos advierte de que más de las tres cuartas partes de los inversores institucionales consultados consideran que las variables relativas al gobierno corporativo son ya tan importantes como las relativas a aspectos financieros a la hora de evaluar una empresa para tomar decisiones de inversión⁹⁷. Nada de esto debiera sorprendernos después del recorrido que hemos realizado por la evidencia empírica. El gobierno corporativo les ayuda a mejorar el rendimiento de sus inversiones y a reducir su riesgo de cartera. Esto último es particularmente importante en esta región, cuyos mercados exhiben una alta volatilidad⁹⁸. Los precios de las acciones de compañías bien gobernadas -esto es algo que hemos podido aprender de la crisis asiática- son mucho más resistentes en las crisis o *downturns* de los mercados. Rob Bauer -jefe de análisis de *ABP Investment*- les recomienda por ello hacer *lobby* para que las empresas cotizadas apliquen las prácticas de buen gobierno y sitúen en un lugar preferente de sus carteras a las compañías que lo hacen⁹⁹. Esta misma recomendación me permite hacer yo a los gestores de fondos de pensiones colombianos, que responden milimétricamente al tipo o perfil de inversor que más valora el gobierno corporativo. He aquí el retrato robot que hacen de él los especialistas: (i) tiene inversiones más estables y, por tanto, una

⁹⁴ Para un desarrollo de estos aspectos me permito remitir a C. Paz-Ares, “La responsabilidad de los administradores como instrumento de gobierno corporativo”, en *Revista de Derecho de Sociedades* 20 (2003) y en la revista electrónica *InDret* 4 (2003), accesible en http://www.indret.com/ras_articulos/cas/162.pdf.

⁹⁵ V. <http://www.bovespa.com.br/CameraIndex.htm>.

⁹⁶ Cito el caso de *CalPERS* por ser probablemente el primero que adoptó una actitud resuelta de no invertir en compañías que no diesen la talla desde el punto de vista del buen gobierno: v. <http://calpers-governance.org/principles/international>.

⁹⁷ Los datos concretos respecto de Latinoamérica son los siguientes: el 18% de los inversores considera que el gobierno corporativo (definido en función de la efectividad supervisora de los consejos; de la amplitud de la transparencia y de la paridad de trato y garantías de los derechos de los accionistas) es más relevante que los temas financieros (potencial de crecimiento, perspectivas de beneficios, etc.) para decidir sus inversiones; el 66% que es igualmente importante y sólo un 16% que es menos importante: v. *McKinsey*, “Global Investor Opinion Survey: Key Findings”, julio 2002 (disponible en <http://www.mckinsey.com/governance>).

⁹⁸ Resulta muy ilustrativo al respecto el artículo del responsable de *Capital Group Companies, Inc.* (un inversor de primer orden en los mercados emergentes), M.J. Johnston, “Portfolio Investment in Emerging Markets: An Investor Perspective” en P.K. Cornelius y B. Kogut (eds.), *Corporate Governance and Capital Flows in a Global Economy*, Oxford 2003, pp. 371 ss.

⁹⁹ Bauer y Guenster, “Good Corporate Governance Pays Off! Well-Governed Companies Perform Better on the Stock Market”, cit., nota 34, p. 6.

menor rotación en su cartera; (ii) valora más una estrategia de creación de valor que una estrategia de crecimiento; y (iii) gestiona fondos de pensiones con un carácter o significación pública¹⁰⁰.

El *lado de la oferta* está algo más verde, y es natural que así sea. El gobierno corporativo es una apuesta o inversión a largo plazo, sus frutos tardan un tiempo en recogerse, pero los sacrificios que impone una mayor disciplina se notan casi al día siguiente. El objetivo fundamental de esta exposición se ha dirigido a convencer a los emisores de que les sale a cuenta sumarse al carro del buen gobierno. No obstante, la experiencia -propia y comparada- me indica que habrá resistencias y hasta presión organizada para evitar el establecimiento de estándares que pongan en evidencia a los inadaptados y que, cuando acaben siendo establecidos, aquella oposición se transformará en cumplimiento técnico o de fachada, en un mero *box-ticking*¹⁰¹. El fenómeno puede explicarse fácilmente y, desde luego, no es incompatible con los abrumadores resultados empíricos que hemos documentado. La oposición vendrá de las empresas más consolidadas -las que operan en sectores maduros donde no hay grandes proyectos de inversión y abunda el capital acumulado-, puesto que sus *insiders* no tienen muchos incentivos para adoptar cambios (los cambios, aun cuando benefician a los *outsiders*, no les reportan a ellos muchas ganancias, sólo les perjudican). El hecho de que estas empresas se muestren renuentes al cambio ha de tomarse como un mero contratiempo. En absoluto pone en entredicho el proyecto de gobierno corporativo y menos aún, lo aboca al fracaso. Los accionistas minoritarios tampoco sufren un perjuicio especial en la medida en que adquirieron las acciones con un gran descuento. La *q* de Tobin media del mercado colombiano es muy baja (0'72)¹⁰², lo cual sugiere que los minoritarios ya fueron "compensados" con un alto descuento en el momento de la adquisición.

El futuro del proyecto será liderado por las firmas que ahora están en proceso de crecimiento y expansión. La investigación empírica ha demostrado, en efecto, que las firmas más proclives o propensas a adoptar cambios de gobierno corporativo tienen los siguientes atributos: (i) disponen de más oportunidades o proyecto de inversión; (ii) experimentan más necesidades de financiación externa; y (iii) poseen una tasa más alta de concentración de propiedad y un coeficiente más bajo de "disparidad de la propiedad"¹⁰³. A ellas han de sumarse aquéllas que

¹⁰⁰ V. R. F. Felton, A. Hudnut y J. Van Heeckeren, "Putting a Value on Board Governance" en *McKinsey Quarterly* 4 (1996), pp. 170-175, disponible en <http://www.mckinsey.com>.

¹⁰¹ Esto es algo bien conocido por los observadores y estudiosos del gobierno corporativo. Sirva como botón de muestra la conclusión de un reciente análisis de la consultora *McKinsey* sobre los consejos de administración de distintas firmas brasileñas: "Industrialists in Brazil, like those in many other emerging markets, feel ambivalent about the idea of adopting the standards of governance favored by global investors. The results might well be better access to international funding and higher share prices. But the risk would be the loss of full control and the quick and agile decision making that concentrated owners and informal governance makes possible. What to do? In Brazil, at least, a survey of corporate leaders showed that companies intend to improve their access to capital and markets by making cautious reforms that will allow control to stay in the hands of the traditional owners as long as possible" (v. "Brazilian Boardrooms" en *The McKinsey Quarterly* 2 (2002), disponible en <http://www.mckinseyquarterly.com>).

¹⁰² Hemos hecho el cálculo hallando la media de las 33 empresas sobre cuya *q* de Tobin hay información pública disponible en la prensa financiera: v. el diario *Portafolio* (26-VI-2003), p. 15.

¹⁰³ La correlación empírica entre estas variables y la calidad del gobierno corporativo ha sido contrastada por Durnev y Kim, "To Steal or Not to Steal: Firm Attributes, Legal Environment, and Valuation", cit. nota 49, pp. 6-7. La intuición común nos indica, en efecto, que (i) uno no comete una falta si tiene algo valioso que perder (una buena oportunidad de inversión); (ii) uno no se baña en la fuente de la que tiene que beber (la financiación externa); y (iii) uno no se hace daño a si mismo (concentración de propiedad).

salen al mercado mediante una oferta pública inicial o realizan una oferta sucesiva para incrementar el *free float*. La razón se comprende sin esfuerzo. En todos estos casos, el incremento de la valoración de la empresa y la consiguiente reducción del coste de capital que se espera de la asunción de compromisos de buen gobierno -y, en su caso, de su señalización efectiva mediante la emigración al “segundo escalón” del mercado- beneficia directamente a los *insiders*. Estas son, pues, las firmas-objetivo, aquéllas a las que hay que seducir para que protagonicen la arrancada del proyecto¹⁰⁴. El tiempo y la competencia se encargarán de que el resto entre en la vereda.

¹⁰⁴ La experiencia habida en la propia Colombia a raíz de la aprobación de la Resolución 275 de *Supervalores* indica, en efecto, que las reacciones de las empresas se bifurcarán en esa doble dirección de resistencia y compromiso a que he aludido en el texto (ofrecen algunos datos y juicios en esta línea Jordan y Lubrano, “How Effective Are Capital Markets in Exerting Governance on Corporations in Emerging Markets”, cit. nota 23, pp. 26-28).