

Gobernanza corporativa y desarrollo de mercados de capitales en América Latina

Georgina Núñez, Andrés Oneto y Germano M. de Paula
(Coordinadores)

CEPAL



Corporación Andina de Fomento

GOBERNANZA CORPORATIVA Y DESARROLLO DE MERCADOS DE CAPITALES EN AMÉRICA LATINA

GEORGINA NÚÑEZ, ANDRÉS ONETO
Y GERMANO MENDES DE PAULA

Coordinadores



Corporación Andina de Fomento



COMISIÓN ECONÓMICA PARA AMÉRICA LATINA Y EL CARIBE
www.cepal.org



www.mayolediciones.com



www.caf.com

Corporación Andina de Fomento

Gobernanza corporativa y desarrollo de mercados de capitales en América Latina

Las opiniones expresadas en este libro, que no ha sido sometido a edición oficial, son de exclusiva responsabilidad de los autores y podrían no coincidir con las de la CEPAL ni las de la CAF.

Primera edición: octubre de 2009

Copyright © Naciones Unidas 2009

© Cepal en coedición con Mayol Ediciones S.A., 2009

ISBN 978-958-8307-76-3

Diseño de cubierta: Juan Carlos Durán

Edición y diagramación: Mayol Ediciones S.A.

Impreso y hecho en Colombia - Printed and made in Colombia

CONTENIDO

PRÓLOGO	ix
I. Introducción <i>Daniel Titelman y Esteban Pérez Caldentey</i>	1
II. Gobernanza corporativa, políticas públicas, mercado de capitales e inversiones extranjeras <i>Germano Mendes De Paula</i>	9
A. Introducción	9
B. Gobernanza corporativa (GC)	12
C. Dimensiones e incentivos de gobernanza corporativa (GC)	19
D. Gobernanza corporativa, mercados de capitales e inversiones extranjeras	25
E. Consideraciones finales	32
Comentario de Manuel Marfán al documento “Gobernanza corporativa, política pública, mercado de capitales e inversiones extranjeras” de Germano M. de Paula	38
III. Gobierno corporativo y mercados financieros en la OCDE y América Latina: lecciones para los cambios regulatorios después de la crisis financiera <i>Florencio López-de-Silanes</i>	45
A. Los mercados de capitales y la crisis financiera de 2008	45
B. Los mercados de capitales y la gobernanza corporativa	49
C. El impacto de las diferencias en la protección de los accionistas	77
D. El debate entre la aplicación pública y la aplicación privada de la ley	82
E. Conclusión	93
Apéndice A: Definición de las variables	100
Comentario de Charles Oman al documento “Gobernabilidad corporativa y mercados financieros en la OCDE y América Latina: lecciones para los cambios regulatorios después de la crisis”	105

IV. El papel de la gobernanza corporativa en la recuperación y desarrollo de los mercados de capital en Estados Unidos	107
<i>Georgina Núñez y Helvia Velloso</i>	
Introducción	107
A. Las debilidades de la regulación y supervisión del sistema financiero	108
B. Los eventos que condujeron a la crisis actual	111
C. El impacto sobre los mercados de América Latina	119
D. La supervisión y el papel de los organismos reguladores	125
E. El papel de la gobernanza empresarial en la recuperación de la confianza	130
F. Comentarios finales	133
Comentario de Miguel Molina al documento “El papel de la gobernanza corporativa en la recuperación y desarrollo de los mercados de capital en Estados Unidos” de Georgina Núñez y Helvia Velloso	139
V. Gobernanza corporativa y mercado de capitales en Brasil	141
<i>Germano Mendes De Paula</i>	
A. Introducción	141
B. Breve revisión histórica del mercado brasileño de capitales (MBC)	141
C. Evolución del mercado brasileño de capitales (MBC) en la presente década	144
D. Desempeño macroeconómico brasileño	148
E. Nueva ley de sociedades anónimas (NLSA)	149
F. Listado diferenciado en Bovespa	151
G. Tres dimensiones de gobernanza corporativa (GC) en Brasil: estructura de propiedad, buenas prácticas y políticas públicas	157
H. Conclusiones y recomendaciones	167
Comentario de Heloisa Belotti Bedicks al estudio de caso de Brasil de Germano M. De Paula	177
VI. Buenos gobiernos corporativos para los negocios. El caso de Chile	181
<i>Álvaro Clarke</i>	
A. Introducción	181
B. Análisis del caso chileno en el marco de la gobernanza corporativa (GC)	182
C. Propuestas para mejorar la gobernanza corporativa (GC) en Chile	206
D. Conclusiones	209
E. Algunas recomendaciones	211
Anexos	214
Comentario del ministro Hugo Lavados al estudio de caso de Chile preparado por Álvaro Clarke	224

CONTENIDO	vii
VII. Mercados de capitales y gobernanza corporativa en Colombia	227
<i>Luis H. Gutiérrez, Carlos Pombo</i>	
A. Introducción	227
B. Gobernanza corporativa (GC) en Colombia: tendencias, estructuras y reformas	229
C. Mercado de capitales en Colombia: 1990-2007	249
D. Prácticas actuales de buen gobierno en los emisores de títulos valores	260
E. Implicaciones de política financiera y comentarios finales	266
Comentario de Andrés Bernal al estudio de caso de Colombia de Pombo y Gutiérrez	275
Introducción	275
A. Gobernanza corporativa (GC) en Colombia	275
B. Empresas estatales y mercado de capitales	277
Conclusiones	280
VIII. Gobernanza corporativa: el caso de México	281
<i>Héctor Viscencio Brambila</i>	
A. Introducción	281
B. La gobernanza corporativa (GC) en México	282
C. La estructura de la propiedad en México	302
D. Gobernanza corporativa y el desarrollo de los mercados de capitales en México	305
E. Conclusiones y recomendaciones	325
Comentario de Mario Marcel al estudio de caso de México preparado por Héctor Viscencio	333
CONCLUSIONES	337
AUTORES	349
COMENTARISTAS	353

PRÓLOGO

La actual crisis financiera global, que se originó en los Estados Unidos y se propagó rápidamente a los países desarrollados, ha afectado, en distinta medida, a las economías de América Latina y el Caribe. La reducción de las exportaciones, la caída de los precios de los productos básicos, la disminución de las remesas y la merma de los flujos financieros tendrán, sin duda, un efecto negativo en los niveles de empleo y en la lucha contra la pobreza. Sin embargo, más allá de la profundidad de la crisis y del impacto de las medidas que los gobiernos de la región han adoptado para retomar el sendero del crecimiento económico, esta recesión revela lecciones y experiencias, sobre todo en el plano ético y empresarial, sobre las que es preciso reflexionar seriamente para evitar tropiezos similares en el futuro próximo.

La crisis ha puesto en tela de juicio el desempeño de las empresas, en términos de su gobernanza y del impacto negativo que sus deficiencias han tenido sobre el desarrollo de los mercados de capitales en el mundo. Factores como el retroceso en la capitalización de las empresas que cotizan en las bolsas de valores, el mal desempeño empresarial en términos de gobernanza y gestión de riesgo, los marcos regulatorios débiles, los mecanismos de rendición de cuentas laxos o inexistentes y la falta de transparencia en términos de suministro de información importante para el mercado muestran un rezago cada vez mayor en la capacidad de gestión de las empresas. Esta situación requiere una atención inmediata no sólo de los gobiernos, sino también de los distintos agentes del mercado. En este sentido, la aparición de este libro es muy oportuna, por cuanto los temas que en él se tratan son parte integral de los diagnósticos realizados por las distintas instancias académicas y políticas que hoy analizan la construcción de una nueva arquitectura financiera.

Este libro es el resultado de un trabajo conjunto entre la Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL) y la Corporación Andina de Fomento (CAF). En él se examina el estado del arte de la buena gobernanza corporativa en los negocios y sus impactos en el desarrollo de los mercados de capitales. Sabemos que la buena gobernanza de las empresas contribuye a la estabilidad financiera, a la atracción de inversión y a un crecimiento económico sustentable, creando así confianza y reduciendo en gran medida los riesgos de crisis financiera, con sus consiguientes efectos económicos y sociales.

El tratamiento de los temas relacionados con la gobernanza corporativa (estructuras de propiedad, prácticas y políticas públicas) se circunscribe, en buena parte, al análisis del desarrollo de los mercados financieros y de capital, tanto en sus aspectos operativos como en el institucional y el regulatorio.

La diversificación y profundización en el acceso a los sistemas financieros, el desarrollo de mecanismos para promover la inversión productiva, el fortalecimiento de la institucionalidad bancaria, la regulación y el estímulo a la creación de nuevos instrumentos financieros que incentiven el desarrollo y profundización de los mercados pueden influir en forma significativa en las condiciones económicas y sociales de la región.

Los distintos estudios de caso, así como la revisión de la bibliografía que abarca esta publicación, demuestran que la gobernanza corporativa promueve la estabilidad financiera gracias al manejo prudente del riesgo y la disciplina de mercado, importante pilar de una estrategia para atraer capitales de largo plazo a los países. A nivel macroeconómico, la gobernanza corporativa también puede mejorar el acceso al financiamiento y reducir el costo del capital, transformándose así en un elemento crucial de la competitividad.

Una de las enseñanzas que es posible extraer de la actual crisis económica es que una gobernanza corporativa social y ambientalmente responsable, que implica la existencia de un marco legal y de supervisión adecuada, es decisiva para alcanzar prácticas de mercado eficientes y transparentes.

Uno de los objetivos del estudio es compartir las experiencias de gobernanza corporativa, en sus distintos aspectos, en la OCDE y en un grupo de países seleccionados de América Latina. Para esto se intenta, en primer lugar, identificar y comparar los métodos estandarizados que se emplean para suministrar información y las regulaciones existentes en países industrializados y el efecto que éstas tienen en el comportamiento de sus inversionistas. En segundo lugar, se comparan las regulaciones existentes en los países de América Latina receptores de flujo de capital y la manera en que estos flujos afectan a los flujos de inversión extranjera hacia la región.

Los trabajos que contiene este libro permitirán avanzar en la comparabilidad de patrones de comportamiento y en la identificación de mecanismos regulatorios e institucionales que mejoren las prácticas de gobernanza corporativa y el desarrollo y calidad de los mercados de capitales. Además, contribuirán a sentar las bases para difundir las distintas experiencias a otros países de dentro y fuera de la región.

Esta iniciativa conjunta de la CAF y de la CEPAL, aunada a los esfuerzos individuales que ambas organizaciones han desplegado en el campo de la gobernanza corporativa en los últimos años, como los “Lineamientos para un Código Andino de Gobierno Corporativo” de la CAF, se realiza con la idea de promover la adopción de las mejores prácticas de gobierno corporativo a todas las formas empresariales existentes en la región, sean públicas o privadas, pequeñas, medianas o grandes. En la medida en que las empresas adopten estas prácticas, mejorarán sus condiciones de acceso a los mercados de capitales y lograrán ser más productivas pero, por encima de todo, asumirán un compromiso responsable no sólo con sus accionistas sino también con la sociedad tanto local como global en la que operan.

Esperamos que esta publicación sea un verdadero aporte a los cambios requeridos y contribuya principalmente a generar prácticas corporativas que devuelvan la confianza perdida.

Alicia Bárcena
Secretaria Ejecutiva
CEPAL

Enrique García
Presidente Ejecutivo
CAF

Capítulo I

INTRODUCCIÓN

*Daniel Titelman** y *Esteban Pérez Caldentey***

En general, el acceso al financiamiento en los países de América Latina y el Caribe se ha visto limitado no sólo por las bajas tasas históricas de ahorro nacional sino también por la falta de profundidad y desarrollo de los sistemas financieros. Si bien las empresas pueden financiarse ya sea con recursos internos (activos propios) o externos (banca comercial, el mercado de capitales y el crédito a proveedores), en la práctica éstas lo hacen, por lo general con recursos internos, independientemente de su tamaño.

El bajo acceso al financiamiento externo de las empresas se explica en parte por el hecho de que, pese a las reformas emprendidas en la última década, los sistemas financieros y de los países en general, se caracterizan por ser poco profundos, fundamentalmente centrados en la banca comercial y con un horizonte temporal de corto plazo. De hecho, existen pocos instrumentos para el financiamiento de largo plazo. Además, las asimetrías de información existentes y prevalentes en la región se traducen en un racionamiento crediticio particularmente a las pequeñas y medianas empresas así como a las actividades innovativas. Estas características redundan en costos elevados y segmentados y en bajos niveles de bancarización.

Junto a mercados bancarios poco profundos y de corto plazo, el desarrollo limitado e incipiente del mercado de capitales es otra importante característica que dificulta el acceso de las empresas al financiamiento. Los mercados de capitales en América Latina tienen bajos niveles de capitalización. Así mismo, los volúmenes de acciones comercializadas son también bajos. A esto hay que añadir que en la última década se observa en la región una disminución en el número de empresas listadas en las bolsas de valores. Finalmente vale la pena destacar que los mercados de capitales se caracterizan por una elevada concentración de transacciones en pocas acciones.

El desarrollo de los sistemas financieros es un proceso complejo que requiere políticas públicas y financieras orientadas a fortalecer, entre otros, la institucionalidad y la estabilidad económica, la institucionalidad jurídica y la creación de nuevos instrumentos para la administración de los riesgos de índole económica y financiera.

* Jefe de la Sección de Estudios del Desarrollo (CEPAL).

** Oficial de Asuntos Económicos de la Sección de Estudios del Desarrollo (CEPAL).

Estas políticas públicas deberían contemplar, entre otros objetivos, impulsar el desarrollo de los mercados de capitales mediante la introducción de reformas en las prácticas de gobernanza corporativa. Estas reformas pueden centrarse, entre otros, en potenciar el papel de los inversionistas institucionales, fortalecer la participación y los derechos de los accionistas e inversores, y mejorar las prácticas de transparencia y *disclosure* de la información de empresas e instituciones financieras. La efectiva implementación de las reformas requiere, a su vez, mejoras en la calidad de los marcos legales y reglamentarios, y el fortalecimiento de la cooperación regional en materia de intercambio de información sobre la aplicación de leyes y reglamentos que atañen al gobierno corporativo.

Las prácticas que atañen al marco y esfera de acción de la buena gobernanza corporativa pueden constituir un mecanismo que mejora las condiciones financieras, productivas y sociales, lo cual obviamente tiene un efecto positivo en la condición de los grupos más pobres y vulnerables de las sociedades latinoamericanas.

La evidencia muestra, tal como se argumenta y se verá más adelante en las motivaciones, objetivos y contenido de los distintos capítulos de este libro, que la buena gobernanza corporativa puede promover la estabilidad financiera a través del manejo prudente del riesgo y la disciplina de mercado, siendo así un importante pilar de una estrategia para atraer capital de largo plazo y para canalizar el ahorro hacia inversiones productivas. A nivel microeconómico, la buena gobernanza corporativa puede mejorar el acceso al financiamiento y reducir el costo de capital. Se transforma así, por sus efectos conjuntos, en un elemento importante de la competitividad.

La buena gobernanza corporativa es cada vez más relevante a nivel nacional, regional e internacional, debido a que se le reconoce como un valioso medio e instrumento para alcanzar prácticas de mercado eficientes y transparentes. Implica también que el marco legal y la supervisión deban adecuarse a las prácticas comerciales de las empresas y de los mercados financieros, lo cual cobra aún mayor trascendencia a la luz de la actual crisis financiera global.

Este libro pretende elaborar un diagnóstico de la situación de la gobernanza corporativa (GC) y del mercado de capitales (MC) en sus distintos aspectos en la OCDE y en un grupo de países seleccionados de América Latina –Brasil, Chile, Colombia y México– con el fin de contribuir a las discusiones y formulaciones de política nacional de gobernanza corporativa en la región. Así mismo, pretende hacer algunas recomendaciones en términos de políticas públicas y otras, relacionadas con las conductas empresariales.

A través de sus distintos capítulos, el libro explora y destaca –con aplicación a casos determinados– aquellos aspectos regulatorios y de gobernanza corporativa tendientes a mejorar el desempeño productivo. Los artículos incluidos analizan el contexto histórico, los cambios recientes y los principales obstáculos para el perfeccionamiento de los principios y aplicación de la gobernanza corporativa a las especificidades de la región latinoamericana.

También se esbozan mecanismos a través de los cuales la gobernanza corporativa puede contribuir al desarrollo de los mercados de capitales en la región. En este sentido, esta publicación identifica y compara los métodos estandarizados utilizados para proveer información y las regulaciones existentes en países industrializados y de América Latina y como éstos afectan el comportamiento de sus inversionistas.

El libro consta de ocho capítulos incluyendo esta introducción. En los primeros siete, seguidos cada uno de un comentario, sendos expertos en el tema analizan los principios, apli-

cación y consecuencias de la gobernanza corporativa tanto desde una perspectiva conceptual como desde una óptica del estudio de casos de países desarrollados (OCDE, EE.UU.) y de países seleccionados de América Latina (Brasil, Chile, Colombia y México). Un aspecto central de estos capítulos es la relación entre gobernanza corporativa y desarrollo financiero y, de manera más específica, el desarrollo del mercado de capitales. El último capítulo presenta las conclusiones sintetizando los aspectos más relevantes de los estudios de caso.

El capítulo I (Germano Mendes de Paula), de carácter teórico, rescata los distintos conceptos de la gobernanza corporativa y aborda una forma de organizar la extensa literatura acerca del tema, a partir de tres dimensiones relacionadas entre sí: estructuras de capital y propiedad, prácticas y políticas públicas. Las distintas acepciones de la gobernanza corporativa comprenden facetas que son distintas pero que a la vez no dejan de ser complementarias. Éstas incluyen contemplar la gobernanza corporativa como una garantía de derechos, como un sistema de principios corporativos normativos, como un sistema de principios de protección al inversor, o como un conjunto de principios e incentivos que buscan coordinar la conducta del principal con la conducta del agente (problema agente-principal).

En cuanto a las estructuras de capital, el artículo señala que los estudios indican que el poder explicativo de las variables relativas a la empresa es mayor en relación con el de los factores del país, que a su vez tiene un mayor poder explicativo que los factores relacionados con el sector de actividad en el que se desempeña la empresa. También destaca que un mayor grado de desarrollo y de calidad institucional de un país puede influir en su capacidad de un mayor grado de endeudamiento de largo plazo. Finalmente denota que la mayor protección al crédito va acompañada de un mayor nivel de préstamos para las empresas con menos activos tangibles, y que los plazos de la deuda son mayores.

El artículo además presenta las interrelaciones entre las distintas dimensiones de la gobernanza corporativa que incluyen: la estructura de propiedad, la puesta en marcha de los sistemas y el diseño de políticas públicas compatibles con las prácticas de gobernanza corporativa.

Según este capítulo, la evidencia empírica existente confirma la hipótesis de que una mejor gobernanza corporativa aumenta el retorno/valor de la empresa. Así, una de las principales conclusiones es que la decisión de inversión no está tan influida por el nivel de desarrollo económico del país (en términos del PIB *per cápita*), sino que está más directamente relacionada con las instituciones legales, las reglas de protección al inversionista y las prácticas de revelación de información.

El segundo capítulo examina la gobernabilidad corporativa y los mercados financieros en la OCDE y en América Latina, enfatizando las lecciones que pueden extraerse de la actual crisis financiera global para fortalecer el papel de la gobernanza corporativa (Florencio López-de-Silanes). Este capítulo define el problema central que aborda la gobernanza corporativa como el de la expropiación de inversores extranjeros y cómo restringir la expropiación para facilitar el acceso al financiamiento externo. El trabajo examina distintos aspectos de esta problemática que incluyen la protección al inversionista, las consecuencias de la protección al inversionista, la ejecución y regulación pública o privada de las leyes y sus respectivas implicaciones. Entre las más importantes, el capítulo destaca que el contexto actual, caracterizado por la crisis financiera global, requiere una mayor intervención gubernamental sobre todo en la esfera financiera. No obstante, la crisis actual representa a la vez una oportunidad para

diseñar un tipo de intervención gubernamental que sea complementario a los mecanismos de asignación de recursos por parte del mercado, aumentando así su eficiencia.

El capítulo destaca también que los derechos del inversor están determinados por leyes y, por consiguiente, la eficiencia en la ejecución de las leyes es fundamental para el desarrollo de los sistemas financieros. En este sentido, al contrario de lo que ocurre en la OCDE, América Latina ofrece un marco legal de protección poco atractivo al inversionista y esto explica la naturaleza y características de los mercados financieros en estos países. En consecuencia, la mejora en los mecanismos de gobernanza corporativa debería ser una de las principales prioridades para América Latina.

Con este fin, el capítulo propone reformas al sistema de gobernanza corporativa en América Latina, que tengan en cuenta las características particulares de la región y tomar conciencia de que los procesos de reforma necesarios, que incluyen mejorar la eficiencia de los tribunales y mecanismos de facilitación en el cumplimiento de la ley, no son expeditos sino que surgen de un consenso y acuerdo entre los agentes económicos.

El tercer capítulo tiene como objetivo el análisis del papel de la gobernanza corporativa en la recuperación y desarrollo de los mercados de capital en Estados Unidos (Georgina Núñez y Helvia Velloso). Este capítulo analiza, por una parte, los acontecimientos que condujeron a la crisis financiera en EE.UU., buscando algunas luces sobre cómo modernizar el marco regulatorio debilitado. Por otra parte, examina de qué manera los gobiernos corporativos, que basan su funcionamiento en la transparencia, rendición de cuentas y métodos adecuados de valoración de riesgos, podrían contribuir a la recuperación de la confianza en las circunstancias actuales.

El capítulo identifica tres prioridades para restaurar el funcionamiento de los mercados financieros de manera que respondan a las necesidades de la economía real. Éstas son, en primer lugar, reformar los mecanismos de liquidez tales como el régimen contable conocido como *mark-to-market*, en el que prima la actividad financiera de corto plazo con mayor beneficio pero a la vez con mucho mayor riesgo. También, cambiar la orientación de las estrategias empresariales para incluir políticas específicas sobre la composición de activos y pasivos, especialmente en relación con el vencimiento, la diversidad y la estabilidad de las fuentes de financiamiento.

En segundo lugar, se señala mejorar la transparencia en el sistema financiero. Esto incluye, *inter alia*, incrementar la transparencia en relación con la exposición y la gestión del riesgo; mejorar la transparencia respecto al uso de nuevos productos financieros (productos de crédito estructurado); reducir la asimetría de información y mejorar la comunicación entre tomadores y administradores de riesgo.

Finalmente, el capítulo argumenta que es necesario asegurarse de que las empresas sigan las reglas establecidas de administración del riesgo, lo que permitiría prevenir el arbitraje regulatorio y cerrar las brechas regulatorias que puedan provocar fallas sistémicas. Esto implica en definitiva regular por función en lugar de regular por institución.

El cuarto capítulo analiza los mercados de capitales y la gobernanza corporativa en Brasil (Germano Mendes de Paula). Según el autor, el mercado de capitales en Brasil ha evidenciado mejoras. En la actualidad, el mercado de capitales se caracteriza por: una buena capitalización bursátil, un volumen transado bajo pero creciente, un número reducido de emisiones primarias en el año más reciente (2008), un aumento en el número de compañías abiertas, un elevado grado de concentración en pocas acciones, y por ser mercados poco líquidos. Esta

mejora en el desarrollo del mercado de capitales ha ido acompañada de cambios en los patrones de gobernanza corporativa en Brasil.

Actualmente las características del patrón brasileño de gobernanza corporativa, influenciadas en gran parte por la Nueva Ley de Sociedades Anónimas (2001) y por el listado diferenciado en Bovespa, incluyen: i) una baja aunque creciente proporción de consejeros independientes; ii) un mayor grado de formalidad de los procesos del consejo de administración; iii) un número creciente de casos en los procesos juzgados por la CVM, aunque con un tiempo promedio elevado para dictaminar la sentencia; iv) una baja capacidad de cobranza de multas por parte de la Comisión de Valores Mobiliarios (CVM). En cuanto a las características de las acciones y el control accionario hay que resaltar que existen distintas clases de acciones y que el control de las acciones es concentrado pese a que el Novo Mercado representa el 18% del valor accionario.

De acuerdo con el cuarto capítulo, las recomendaciones para fortalecer la gobernanza corporativa y el mercado de capitales en Brasil incluyen, entre otras, la necesidad de mayor transparencia y rendimiento de cuentas y que todas las empresas listadas en el Nuevo Mercado deberían ser obligadas a constituir un consejo fiscal, con participación predominante de representantes de accionistas minoritarios. Así mismo, la Comisión de Valores Mobiliarios (CVM) debería revisar su Código de Buenas Prácticas de Gobernanza Corporativa (Cbpgc) y hacerlo obligatorio, con base en el principio “cumplir o explicar”.

El capítulo quinto examina el caso de los gobiernos corporativos en Chile (Álvaro Clarke). El caso Chispas constituye el punto de partida desde el cual el gobierno de turno decidió emprender una vasta reforma en el ámbito de gobierno corporativo. El objetivo era recuperar y acrecentar la confianza de los inversionistas, y potenciar el desarrollo del mercado de capitales.

La mencionada reforma se sustentó en tres pilares. En primer lugar, se trató de realizar la reforma por la vía legal para dar paso a un fuerte debate social, de tal forma que los principios de un buen gobierno corporativo tuvieran más impacto que el meramente referido a las sociedades que se cotizan en el mercado. En segundo lugar, se buscó potenciar el papel de los inversionistas institucionales, particularmente las Administradoras de Fondos de Pensiones (AFP), que eran accionistas minoritarios pero con el suficiente interés y capacidad para monitorear con propiedad el desempeño de las empresas. Además, debido a que éstas gestionan fondos de alto interés social –ahorro obligatorio– el control social sobre estos fondos es fuerte. En tercer y último lugar, se pensó materializar una reforma extensa y significativa, aunque eso significó enfrentar una fuerte oposición de los grupos controladores de las empresas.

Basado en este análisis, el capítulo sostiene que la ausencia de una regulación eficiente o de buenas prácticas corporativas puede destruir el valor para los accionistas, empleados, ejecutivos, y para la sociedad en su conjunto. Por consiguiente, son esenciales una eficiente regulación y fiscalización para mantener la integridad del mercado, maximizar el valor de las empresas y mantener la confianza en un ambiente global. Lo mismo aplica a los mecanismos de control interno de las empresas. Esto a su vez implica cambios culturales en los modos de operación del sistema judicial y de los grupos controladores permitiendo así poner en evidencia una mayor transparencia y credibilidad institucional.

El capítulo sexto presenta un estudio del mercado de capitales y gobernanza en Colombia (Carlos Pombo y Luis Gutiérrez). Uno de los principales componentes de la reforma al

mercado de capitales de Colombia es la nueva Ley del Mercado de Valores, promulgada en 2005. Con esta ley, las firmas están facultadas para establecer mecanismos de elección de miembros del Consejo Accionista diferentes al sistema de cociente electoral. El propósito de esto es flexibilizar las elecciones del Consejo Accionista para aminorar la capacidad de los propietarios para aprovecharse de la situación. Este esfuerzo complementa otras medidas adoptadas con anterioridad a 2005, como el proceso de unificación de las Bolsas de Valores que culminó en 2001 con la creación de la Bolsa de Valores de Colombia, y la fusión de las Superintendencias de Valores y Bancaria en una nueva entidad, la Superintendencia Financiera.

En cuanto a los códigos de buenas prácticas de gobernanza corporativa, el capítulo señala que en Colombia, la antigua Superintendencia de Valores hizo obligatorio para los emisores de valores adoptar en sus estatutos códigos de buenas prácticas de gobernanza corporativa si sus títulos de renta fija o variable eran adquiridos por los fondos de pensiones privados.

La nueva Superintendencia Financiera obliga a sus empresas vigiladas a adoptar el Código de Mejores Prácticas Corporativas denominado Código País. Este está inspirado en el Código Andino de Gobierno Corporativo de la Corporación Andina de Fomento (CAF) y busca estandarizar las prácticas de gobierno corporativo dispersas en un gran número de códigos de buenas prácticas adoptados por los distintos emisores de valores.

El capítulo séptimo se centra en el caso de la gobernanza corporativa en México (Héctor Viscencio). México realizó un importante esfuerzo de modernización del marco legal de la gobernanza corporativa en 2001 y 2007. En 2001 se aumentó la protección de los accionistas minoritarios.

En 2007, la reforma de la Ley del Mercado de Valores (LMV) implementó tres tipos de Sociedades Anónimas: Sociedad Anónima Promotora de Inversión (SAPI), Sociedad Anónima Promotora de Inversión Bursátil (Sapib) y Sociedad Anónima Bursátil (SAB). La Ley del Mercado de Valores (LMV) incluyó los conceptos del deber de diligencia y del deber de lealtad, que provienen del “derecho común” y contrastan con las leyes mexicanas que provienen del Derecho Romano. Este es un claro ejemplo de convergencia legal, en el que un país modifica sus opciones legales con miras a acercarse a un patrón que conceda más derechos a los accionistas.

Esta reforma convirtió el incentivo voluntario en incentivo legal, ya que en la última revisión de la Ley del Mercado de Valores (LMV) se incorporaron varias de las recomendaciones hechas por el Código de Mejores Prácticas Corporativas de México (CMPC), originalmente publicado en 1999 y revisado en 2006, en particular lo relacionado con el número y características de los consejeros independientes y los deberes de diligencia y lealtad. El código revisado incluye 47 recomendaciones de mejores prácticas de la gobernanza corporativa, dentro de las que se han incluido algunas relacionadas con la ética y responsabilidad social corporativa, la prevención de actos y operaciones indebidas y evitar conflictos de interés.

El último capítulo presenta las conclusiones elaboradas a partir de los distintos análisis presentados en los capítulos y a partir de dos dimensiones de la GC: las políticas públicas y la conducta empresarial (prácticas de gobernanza y estructura patrimonial).

Respecto a las políticas públicas, hay que destacar que los mercados de capital en América Latina no han cumplido un papel predominante en el apalancamiento de recursos para inversiones intensivas en capital y de plazos de maduración largos. Se constata que en los casos

estudiados se han realizado cambios institucionales relevantes para potenciar los mercados de capitales en la actual década incluyendo el aumento de la confianza de los inversionistas, la disminución del descuento de las acciones, mejoras en las condiciones de financiamiento y aumento del interés de los inversionistas nacionales y extranjeros. No obstante, las reformas han sido parciales y no se han traducido en un cambio significativo en los marcos legales de gobernanza corporativa en la región.

En cuanto a la conducta empresarial, este capítulo destaca avances hechos en algunas áreas como los códigos de buenas prácticas y la participación de consejeros independientes en los consejos de administración. No obstante se arguye que los países de la región poseen pocas regulaciones para mejorar la transparencia de los términos de contratos relevantes y de las transacciones comerciales y financieras. Por último, se destaca que en América Latina predomina una estructura patrimonial concentrada.

Esperamos que los análisis de los mercados de capitales y los estudios de caso de América Latina y de la OCDE incluidos en el libro constituyan un aporte significativo al tema de la gobernanza corporativa y al estudio de los mercados de capitales en América Latina en la actual coyuntura de crisis económica, en la que uno de los temas más sensible ha sido la gobernanza y el desempeño de las empresas. Por tanto, este esfuerzo permitirá avanzar en la comparabilidad de patrones de comportamiento, y en la identificación de mecanismos regulatorios e institucionales que permitan mejorar las prácticas de gobernanza corporativa y el desarrollo y calidad de los mercados de capitales.

Capítulo II

GOBERNANZA CORPORATIVA, POLÍTICAS PÚBLICAS, MERCADO DE CAPITALES E INVERSIONES EXTRANJERAS

*Germano Mendes De Paula**

A. INTRODUCCIÓN

Tradicionalmente, los mercados de capitales (MC) en América Latina no han tenido un papel destacado en términos de financiamiento de largo plazo. Sin embargo, como será discutido con mayor profundidad en los capítulos dedicados a las experiencias nacionales, se observan avances importantes a lo largo de esta década, tanto en relación al marco regulatorio como en la conducta de las empresas en términos de gobernanza corporativa (GC). No obstante, aún se necesitan cambios para fortalecer los MC en la región.

Se debe resaltar que las mejoras de los MC en América Latina requieren superar varios obstáculos que fueron, en gran medida, heredados de décadas de desequilibrios macroeconómicos, tales como: a) la alta inestabilidad económica, con una secuencia de paquetes económicos que desincentivaban las inversiones de largo plazo; b) las elevadas tasas de interés, que incentivaban inversiones en renta fija en detrimento de las de renta variable; c) las tasas de cambio administradas, que aumentaba el riesgo para los inversionistas extranjeros. Como los MC en la mayoría de los países latinoamericanos eran pequeños, con poca liquidez y su capitalización estaba concentrada en pocas acciones (De La Torre y Schmukler, 2004), los riesgos para los inversionistas se tornaban excesivamente elevados. Además, un marco regulatorio relativamente débil –en particular en lo que se refiere a la capacidad de hacer que las normas sean cumplidas (*enforcement*)– aumentaba el riesgo de expropiaciones, desincentivando la compra de acciones por parte de accionistas minoritarios.

No obstante, aprovechando un escenario mundial más favorable, recientemente América Latina ha venido presentando un buen desempeño económico, con evidentes impactos sobre los MC de la región. De hecho, según la Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL), los países latinoamericanos han contabilizado un crecimiento anual promedio de 5,5% en el período 2003-2007. América Latina se ha beneficiado en gran medida por el aumento de los precios de los *commodities*. El momento virtuoso ha sido retroalimentado por

* El autor agradece a Enrico Spini Romanielo (por su ayuda en la elaboración del capítulo) y a Manuel Marfán (por sus valiosos comentarios a una versión preliminar).

el flujo considerable de capital extranjero a la región, ya sea en forma de inversión directa o en inversiones de portafolio.

En el contexto del calentamiento de la economía mundial y del exceso de liquidez internacional, no es sorprendente que los MC latinoamericanos hayan presentado buenos indicadores. Considerando las seis bolsas de valores más importantes de América Latina (Brasil, México, Chile, Colombia, Perú y Argentina), el valor total de capitalización pasó de US\$500 mil millones (en diciembre de 2003) a US\$972 mil millones (en diciembre de 2005) y US\$2.2 billones (en diciembre de 2007). El máximo fue alcanzado en mayo de 2008, cuando este valor fue de US\$2.5 billones.

Al examinar la “macroeconomía de la bonanza económica latinoamericana”, Ocampo (2007, pp. 16-17) comenta que:

La exuberancia en los mercados financieros se ha transmitido a las economías latinoamericanas por tres vías diferentes. En primer lugar, ha habido presión directa para bajar las tasas de interés internas, generada por la reducción de los márgenes de riesgo-país. En segundo lugar, de manera a veces complementaria, la presión se ha reflejado en los tipos de cambio. La creciente inversión extranjera en los mercados de acciones y bonos en moneda nacional ha venido creando, así, un vínculo creciente entre los mercados externos e internos, que puede afectar tanto las tasas de interés como los tipos de cambio, y los mercados de derivados pueden, además, multiplicar estos efectos. En tercer lugar, la marcada inclinación a correr riesgos (*risk appetite*) que caracterizó esta coyuntura se reflejó en inversiones en los mercados de capital internos de los países de la región, las que generaron una inflación de los activos en los mercados accionarios. (...) el inicio del gran auge de las bolsas de valores latinoamericanas coincidió con el momento en que comenzaron a disminuir rápidamente los márgenes de riesgo-país en la región.

El escenario macroeconómico mundial cambió drásticamente a partir de mediados de 2008. En un primer momento se comprobó la profundización de la crisis del mercado de deuda hipotecaria (*subprime*) en los Estados Unidos. En seguida, la quiebra de bancos de inversiones tradicionales en los Estados Unidos indicó que la crisis financiera sería más grave, involucrando la nacionalización de bancos en algunos países. En el momento en que se escribió este artículo, la crisis financiera ya impactaba negativamente la economía real, por medio de la reducción de la producción industrial y del aumento del nivel de desempleo. La última estimación divulgada por la CEPAL indica que el crecimiento del PIB de América Latina alcanzó un 4,6% en 2008 y decrecerá alrededor del 0,3% en 2009. En cuanto a los MC, en diciembre de 2008 el valor de capitalización de las seis mayores bolsas de valores de la región ya había disminuido a US\$1.12 billones.

En consonancia con la creciente interrelación de los diversos mercados financieros, la actuación de los inversionistas internacionales fue decisiva en la determinación de la trayectoria de los precios de las acciones. En el caso de la Bolsa de Valores de Sao Paulo (Bovespa), que representaba el 53% del valor de capitalización de las bolsas de valores de la región en diciembre de 2008, las compras de acciones por parte de los inversionistas extranjeros superaron las ventas en US\$6.6 mil millones a lo largo del período 2003-2006. En 2007, la tendencia fue opuesta, totalizando una salida líquida de US\$2.4 mil millones. Al año siguiente, esto se acentuó aún más provocando una salida líquida de aproximadamente US\$10,9 mil

millones. Es evidente que este movimiento estaba correlacionado con el desempeño del Índice Bovespa (Ibovespa), que retrocedió 41,2% en 2008. Se trata del segundo peor resultado anual del Ibovespa desde su creación en 1968.

El momento es bastante propicio para la reflexión y principalmente para los cambios necesarios adicionales al fomento de los MC en América Latina. Como comenta Gregório (2009, p. 29):

El ciclo de bonanza, que duró cerca de cinco años, generó fortunas y propició desarrollo económico en los confines del planeta. Sin embargo, cuando comenzó la quiebra, se observó que aún falta mucho por hacer en las estructuras de los mercados de capitales. Escándalos financieros, como el fraude billonario del gestor de recursos Bernard Madoff, servirán una vez más para mostrar que no existe mercado perfecto. ¿Ante ese hecho, hay que aprovechar el período de inactividad para limar asperezas y calibrar los neumáticos para la próxima carrera?

En el contexto actual, en el cual las oportunidades para las ofertas iniciales de acciones (IPO) se muestran muy restringidas, paradójicamente el tema de este proyecto es oportuno. De hecho, con una trayectoria del MC nítidamente ascendente, las mismas empresas que no tienen diferencias competitivas sustanciales o no adoptan Buenas Prácticas de Gobernanza Corporativa (BPGC) pueden presentar trayectorias alcistas en los precios de sus acciones. Es exactamente ahora, en un escenario de crisis, que las BPGC pueden ayudar a diferenciar determinadas empresas de otras, separando la paja del trigo.

El objetivo general de este libro es analizar cómo las mejoras respecto a GC en América Latina pueden acarrear efectos positivos para las empresas y para los países. Esto involucra una serie de factores –tales como el marco regulatorio, el funcionamiento del sistema bancario, las relaciones con los inversionistas y la política macroeconómica– que afectan el desarrollo del MC. Particularmente, los artículos incluidos en este libro pretenden analizar el contexto histórico, los cambios recientes y los principales obstáculos para el perfeccionamiento de la GC en la región. Además, también presentan recomendaciones de conducta empresarial y de políticas públicas.

El objetivo de este capítulo es presentar algunos términos importantes para la comprensión del tema de GC. Dado que la preocupación principal es la realidad latinoamericana, no pretende enfocarse en las condiciones de ningún país específico, ya que las experiencias brasileña, chilena, colombiana y mexicana serán examinadas en detalle en otros capítulos de este libro.

Además de esta breve introducción, este capítulo está dividido en cuatro secciones. En la primera se discuten los conceptos de estructura de capital, GC, información asimétrica y conflicto de expropiación. La segunda sección está dedicada a la presentación de las dimensiones de la GC y de los incentivos obligatorios, voluntarios y “cumpla o explique”. La tercera aborda las relaciones entre GC, MC e inversiones extranjeras. La última resume las principales conclusiones de este texto.

B. GOBERNANZA CORPORATIVA (GC)

1. Estructura de capital

De acuerdo con Oliveira y Goes (2008, p. 3), las finanzas corporativas abordan básicamente dos decisiones: a) la de financiamiento; b) la de inversión. La teoría que fundamenta la segunda –o sea, cómo aplicar recursos financieros de forma tal que generen valor a los inversionistas– es bastante conocida en el medio empresarial. En empresas de los más variados tamaños se encuentran profesionales involucrados en actividades que proponen, desarrollan y seleccionan proyectos de inversión, usando varios métodos. De acuerdo con Contreras (2006, p. 3), la teoría financiera señala que una empresa debería realizar todo proyecto de inversión que ofrezca un valor actual neto (VAN) mayor que cero o una tasa interna de retorno (TIR) superior al costo de capital, pues eso beneficia a los accionistas o propietarios de la compañía. Estas reglas son ampliamente difundidas en textos de finanzas, junto a otras que se enmarcan en la metodología de flujos de caja descontados. El mismo autor también elabora una interesante revisión de los aspectos positivos y negativos de tales conceptos, pero eso no compete al tema central de este artículo.

Por su parte, la teoría subyacente a la decisión de financiamiento es menos difundida. Más importante aún es el hecho de que no existe consenso en la literatura sobre cuál es la mejor forma de tomar esta decisión. Las compañías pueden recurrir a tres fuentes de recursos para el financiamiento: a) recursos propios (internos o ganancias retenidas); b) recursos externos por medio de endeudamiento (o capital de terceros); c) recursos externos por medio de la emisión de acciones (o capital propio). De acuerdo con Rodrigues Jr. y Melo (1999), la estructura de capital de las empresas puede ser definida como el conjunto de los títulos usados para financiar las actividades empresariales, o aún más como la proporción entre las deudas (de corto, mediano y largo plazo) y el capital propio. El costo de capital, por su parte, se puede entender como la remuneración exigida de una empresa por los accionistas (capital propio) y acreedores (capital de terceros).

Existen dos teorías principales para explicar la decisión de financiamiento.¹ La primera es la llamada de nivel óptimo de endeudamiento (también denominada de *static trade-off* o *target model*). De acuerdo con Sant’anna (2008, p. 169), esta teoría considera la existencia de factores que actúan en dirección a una estructura de capital más pautada en endeudamiento y otros factores que favorecen una mayor proporción de capital propio. Por un lado, las economías fiscales, resultado de la deducción del pago de intereses del impuesto a la renta, estimulan a las empresas a acumular más deuda. Por otro lado, cuanto mayor es el nivel de endeudamiento, mayores son los riesgos de quiebra y, con eso, mayor el costo marginal de la deuda.

La segunda se denomina “teoría de la jerarquía de las fuentes de financiamiento” (también llamada de *pecking order*). Como los inversionistas están menos informados sobre la

¹ Una tercera teoría, que recibe menor atención por parte de la literatura, es denominada de *market timing*. De acuerdo con ella, las empresas emiten acciones o se endeudan cuando existe una ventana de oportunidad recurrente del ciclo de amplia liquidez y de escasez de activos. También, la compañía puede captar recursos aunque no exista una inversión relevante a la vista (Sant’anna, 2008, p. 170).

inversión que los administradores, las acciones son subvaluadas por el mercado, aumentando el costo de la emisión de acciones. Esto puede, inclusive, hacer inviables proyectos con VAN positivo, generándose una tendencia a la sub-inversión. Tal situación puede ser evitada si la empresa se financia con ganancias retenidas o deuda. La fuente de financiamiento preferida es los recursos internos, seguidos por el endeudamiento y, en último caso, por las emisiones públicas de nuevas acciones. La estructura de capital final de la empresa está entonces determinada por el tamaño de la inversión requerida, en comparación con la disponibilidad de recursos generados internamente (Rodrigues Jr. y Melo, 1999, p. 12-13).

Terra (2007, p. 192) comenta que a pesar del gran número de estudios empíricos llevados a cabo hasta hoy, el debate sobre la decisión de financiamiento está lejos de ser resuelto. Sin embargo, se constata que la evidencia en favor de la “teoría de la jerarquía de las fuentes de financiamiento” ha sido observada con mayor frecuencia. Este autor también llama la atención sobre la estructura de capital, que no puede ser desvinculada de los factores macroeconómicos, principalmente cuando se considera la experiencia latinoamericana:

Esos países [latinoamericanos] son particularmente interesantes para el problema en cuestión, pues además de ser buenos ejemplos de economías emergentes, pasaron por una variedad de ambientes macroeconómicos en un período relativamente corto de tiempo. Si las condiciones macroeconómicas son de alguna forma importantes para las decisiones de estructura de capital, entonces es probable que las empresas de América Latina hayan experimentado esos efectos.

Terra (2007) analiza la estructura de capital de aproximadamente 700 compañías en siete países latinoamericanos (Argentina, Brasil, Chile, Colombia, México, Perú y Venezuela) a lo largo del período 1986-2000. Concluye que los factores específicos de los países –institucionales o macroeconómicos– tuvieron influencia secundaria en la decisión de apalancamiento de empresas. De hecho, los factores específicos de las empresas fueron los más decisivos.

Terra (2007) señala que aunque algunas variables macroeconómicas hayan sido significativas (en particular la tasa de crecimiento real del PIB y, en menor extensión, la tasa de inflación), el poder explicativo combinado de ellas no fue notable. Coeficientes significativos para el crecimiento del PIB fueron negativos, indicando que las empresas escogen una estrategia de bajo endeudamiento durante expansiones del ciclo de negocios. Esto, en la visión del autor, podría ser interpretado como una defensa de la teoría de la jerarquía de las fuentes de financiamiento: cuando la economía prospera, las empresas recurren a las fuentes internas de capital; en caso de una recesión, cuando los beneficios están deprimidos, las empresas se ven forzadas a utilizar fuentes externas de capital.

Leal (2008), al examinar comparativamente la estructura de capitales de empresas en mercados emergentes, ratifica algunas de las conclusiones de Terra (2007). De hecho, el poder explicativo de las variables relativas a la firma fue mayor que el de los factores del país que, a su vez, explican más que los factores relacionados al sector de actividad de la compañía. En el ámbito de los determinantes relativos a la firma, se constata que las grandes empresas y con más activos tangibles han presentado más endeudamiento de largo plazo y que la rentabilidad mantiene una relación negativa con el nivel de endeudamiento de largo

plazo. Leal (2008, p. 77) advierte que los factores país no deben ser descartados en un estudio sectorial de diversos países, pues:

En países con economía más estable (mayor crecimiento y menor inflación) y con menor cumplimiento de las leyes, las empresas no solamente contraen más deudas, sino que también algunos determinantes de la estructura de capital tienen sus efectos reforzados. Los factores país influyen a los factores de la firma. Un mayor grado de desarrollo y de calidad institucional de un país puede influir el mayor grado de endeudamiento de largo plazo tanto a las empresas grandes como a las pequeñas y medianas, las primeras usando más el mercado de capitales y las otras más el mercado de crédito bancario. Donde hay mayor protección al crédito hay más préstamos para las empresas con menos activos tangibles, y es mayor el plazo de la deuda. Por tanto, mientras mayor es la corrupción y menor el grado de aplicación de las leyes, mayor será el endeudamiento de corto plazo y menor el endeudamiento vía mercado de capitales y de emisiones de acciones. El nivel de endeudamiento es menor en países donde el tratamiento tributario de los dividendos es más favorable y es mayor donde los sindicatos son más fuertes.

Leal (2008) afirma también que el endeudamiento de las compañías en los mercados emergentes ha aumentado a lo largo de los años y que la protección al acreedor y al inversionista ha tenido un impacto favorable. Consecuentemente, las perspectivas de crecimiento de la empresa no pueden ser disociadas de la estructura de capital, razón por la cual el tema de GC ha ganado cada vez más importancia en la toma de decisiones empresariales y en la formulación de políticas públicas.

2. Definición de gobernanza corporativa

De acuerdo con De Paula y Stanley (2006, pp. 77-78), la GC puede ser definida de varias maneras. Si bien no se pretende revisar la extensa literatura sobre los diversos conceptos de GC, parece suficiente revisar inicialmente la clasificación de tales definiciones conforme la formulada por Andrade y Rossetti (2006), según lo muestra el cuadro II.1.

En realidad, Andrade y Rossetti (2006) presentan otros conceptos de GC que son agrupados de acuerdo con los cuatro criterios citados en el cuadro II.1. Tratando de evitar la redundancia, toman apenas una definición representativa de cada uno de estos cuatro grupos. Pero, es obvio que dichas definiciones no son excluyentes. Por el contrario, ellas enfatizan facetas distintas y complementarias de un tema complejo, como es la GC. En algunos capítulos de este libro se opta por explicitar el concepto utilizado; en otros, se decidió dejarlo implícito. La definición originalmente presentada por Shleifer y Vishny (1996), según la cual la GC contempla los medios a través de los cuales aquellos que prestan dinero a la empresa buscan asegurar el retorno de su inversión, fue la preferida de los autores que explicitaron el concepto de GC empleado. En una visión práctica, como afirmó M. Marfán en su comentario al presente artículo, “la gobernanza corporativa es la defensa de los derechos de propiedad de quienes no son los administradores o controladores”.

Cuadro II.1
CONCEPTOS DE GOBERNANZA CORPORATIVA

Criterios	Definición
GC como sistema de relación	“La gobernanza corporativa es el campo de la administración que trata el conjunto de relaciones entre la dirección de las empresas, sus consejos de administración, sus accionistas y otras partes interesadas. Ella establece los caminos por los cuales los suministradores de capital de las corporaciones se aseguran del retorno de sus inversiones”. (Shleifer y Vishny, 1997)
GC como guardián de derechos	“La gobernanza corporativa trata el conjunto de leyes y regulaciones que apuntan a: a) asegurar los derechos de los accionistas de las empresas, controladores o minoritarios; b) disponer de información que permita a los accionistas acompañar decisiones empresariales importantes, evaluando cuántas de ellas interfieren en sus derechos; c) posibilitar a los diferentes públicos por parte de los dueños de las empresas el empleo de instrumentos que aseguren la observancia de sus derechos; d) promover la interacción de los accionistas, de los consejos de administración y de la dirección ejecutiva de las empresas”. (Monks y Minow, 1995)
GC como estructura de poder	“La gobernanza corporativa es el sistema y la estructura de poder que rigen los mecanismos a través de los cuales las compañías son dirigidas y controladas”. (Cadbury Committee, 1992)
GC como sistema normativo	“La gobernanza corporativa se refiere a los estándares de comportamiento que conducen a la eficiencia, el crecimiento y al tratamiento dado a los accionistas y a otras partes interesadas, teniendo como base los principios definidos por la ética aplicada a la gestión de negocios”. (Claessens y Fan, 1996)

Fuente: Andrade y Rossetti (2006, pp. 137-140).

3. Gobernanza corporativa, conflicto de agencia e información asimétrica

De acuerdo con la definición adoptada, la GC consiste en las formas como los proveedores de fondos a las empresas buscan asegurar la obtención de un rendimiento sobre la inversión. Por ejemplo, de qué manera los proveedores de capital de inversión, tales como accionistas y acreedores, propician que los administradores les regresen al menos parte de las utilidades, que no les expropian el capital y que no inviertan en proyectos poco rentables. A fin de cuentas, la GC versa sobre cómo los proveedores de capital disciplinan a los gestores para que actúen en su interés y, de esta manera, asegurar su rentabilidad. En otras palabras, la GC intenta mitigar la posibilidad de una conducta oportunista de los administradores.

En ámbitos académicos, los orígenes de la GC se remontan a 1976, año en que Jensen y Meckling publicaron el artículo donde desarrollaron una teoría económica formal de la GC basada en el concepto de “costo de agencia”, el cual se explica posteriormente. En el artículo, ellos consideraron a la empresa como un “conjunto de contratos” y modelaron los costos de agencia del capital de inversión externo—como por ejemplo el capital accionario—mostrando, al menos en teoría, que cuando un administrador no es propietario de alguna fracción de los

derechos sobre los flujos de efectivo generados por la empresa, se genera un conflicto de interés con los accionistas. Este conflicto de interés resulta, al menos en parte, de la imperfección de los contratos entre dueños y administradores profesionales, así como del reconocimiento de que cada parte actúa en su propio interés. En determinadas circunstancias, los gestores profesionales pueden preferir maximizar el crecimiento de la compañía –por medio de la diversificación productiva, por ejemplo– en vez de buscar el lucro máximo.

Jensen y Meckling (1976) definen una relación de agencia como un contrato por medio del cual una o más personas, denominadas “principales”, comprometen a una o más personas denominadas “agentes” para que efectúen una actividad en favor de los principales. Este proceso implica que el principal delegue autoridad y asigne responsabilidad para la toma de decisiones al agente. Se dice también que existe una relación de agencia entre un principal (inversionista) y un agente (administrador profesional no inversionista) cuando existe la presencia de un conflicto de interés entre ambas partes.

Según Siffert F. (1999) el conflicto de agencia se refiere a las relaciones bilaterales entre el principal y el agente, en las que se dan tres condiciones: a) el agente puede adoptar varios comportamientos posibles: el gerente controla los activos y puede emplearlos de distintas formas; b) la acción del agente (administrador) no sólo afecta su propio bienestar (estabilidad profesional y crecimiento de la empresa) sino también el del principal (accionista) por medio de la valorización de las acciones y de los dividendos; c) las acciones del agente difícilmente son observables por el principal, existiendo asimetría de información.

Los costos de agencia son aquellos que tanto los inversionistas como los agentes tienen que incurrir para que la relación de agencia sea aminorada, haciendo posible que el inversionista obtenga una rentabilidad razonable y pueda recuperar su inversión. Debido a que los contratos no son perfectos –en función del gran número de pasivos contingentes posibles, de la multiplicidad de reacciones a las contingencias y de la creciente frecuencia con que las contingencias imprevisibles ocurren– y a la diferencia de intereses entre ambas partes involucradas, hay motivos para pensar que habrá divergencias entre lo que esperan los principales y los agentes, y éstas generarán costos de agencia.

Jensen y Meckling (1976) consideran que los costos de agencia son de tres tipos: a) monitoreo de parte del principal o inversionista; b) unificación (*bonding*) de parte del agente o administrador; c) pérdida residual. Los inversionistas incurren en los costos de monitoreo que son ocasionados por el despliegue de mecanismos de supervisión necesarios para asegurar que la empresa sea administrada de acuerdo con lo esperado. Los agentes incurren en los costos de unificación, los cuales son causados por todas aquellas actividades realizadas por los agentes para tratar de convencer a los inversionistas de que se está realizando el mejor esfuerzo para el logro de lo esperado. Los costos por pérdidas residuales son aquellos que afloran porque, tanto los principales como los agentes, buscan maximizar diferentes funciones de utilidad, bajo el supuesto de que ambos persiguen su propio interés. Estas diferencias de comportamiento propician un conflicto de interés natural y fundamental que requiere ser atenuado y minimizado.

Tanto el monitoreo por parte de los inversionistas como los esfuerzos de unificación de los propios administradores tienden a aligerar los costos de agencia, lo que implicaría un mayor valor para los proveedores del capital de inversión. Los costos de agencia originados por las pérdidas residuales también tienden a ser reducidos tanto por el monitoreo como por los esfuerzos de unificación; sin embargo, requieren la utilización de mecanis-

mos adicionales –como remuneración variable (la paga extraordinaria y las opciones de compra de acciones)– para alinear los intereses de los administradores con los intereses de los accionistas.

De la discusión anterior se desprende que el conflicto de intereses en la operación de las empresas es uno de los temas centrales de los que se ocupa la GC. Situaciones de conflicto de interés surgen frecuentemente en la administración normal de cualquier empresa, trátase de empresas del sector privado o del público. El manejo inadecuado y la no atención de estos conflictos de interés resultan en pérdidas de utilidades y rentabilidad para los propietarios de dichos negocios.

Los conflictos de agencia son generados por asimetrías de información en las empresas, como por ejemplo la diferencia de conocimiento sobre la naturaleza del negocio de la empresa entre inversionistas y administradores, además de las diferencias de interés propio de cada parte involucrada. Los conflictos de interés generalmente ocurren por dos razones básicas: al primer caso se le denomina el problema del “riesgo moral”, elaborado originalmente por K. Arrow en 1963, que consiste en la falta de cumplimiento en la realización de una actividad por parte de un agente, debido a que su conducta no puede ser completamente monitoreada. En su diaria labor, los administradores profesionales toman varias decisiones que no son de conocimiento de los accionistas. La segunda razón es denominada de “selección adversa”² y consiste en una falla de mercado relacionada con la asimetría de información sobre la calidad del producto o servicio.

En un mundo ideal, en el que los agentes serían perfectos (sus objetivos no serían priorizados en detrimento de los intereses de los principales), los contratos serían perfectos (todas las contingencias y reacciones a las contingencias serían previsibles) y la información sería simétrica (los agentes y los principales tendrían acceso a las mismas informaciones), la GC sería irrelevante. Como lo demuestran los escándalos corporativos, este supuesto modelo está muy lejos de la realidad. La serie de escándalos financieros estimuló el debate sobre la GC, una vez los casos de fraude, de *insider trading*, de transacciones irregulares entre empresas, de préstamos a determinados accionistas, debilitaron la confianza en la transparencia y la precisión de los procedimientos contables, y en los procesos de auditoría. Según Naughton (2003), los escándalos fueron un factor que aumentó el interés de los medios de comunicación sobre la propiedad, el control y el monitoreo de la gerencia de las grandes empresas.

Concluyendo, la GC intenta mitigar problemas pero nunca será suficiente para eliminar los conflictos ya que, como afirmó Williamson (1989), la incertidumbre, la racionalidad limitada y el oportunismo son esenciales para comprender la organización económica en el capitalismo.

4. Conflicto de expropiación

La GC involucra a las instituciones y reglas que influyen en la distribución de los retornos esperados entre los participantes en el financiamiento y la operación de una firma. Los pro-

² De acuerdo con Aldrighi (2006, p. 147), las bases teóricas para el problema de selección adversa fueron originalmente formuladas por G. Akerlof (en 1970) y M. Spence (en 1973). El primer artículo de J. Stiglitz, en coautoría con M. Rothschild, sobre la selección adversa fue publicado en 1976.

blemas de GC surgen cuando un inversionista externo busca controlar una empresa de modo diferente a como lo hace el administrador (De Paula y Stanley, 2006, p. 62). Los conflictos pueden ser de dos tipos, de agencia o de expropiación, lo cual depende de la estructura patrimonial predominante en cada país.

En Estados Unidos y en el Reino Unido la estructura patrimonial de las grandes empresas es predominantemente dispersa. Es la noción básica de corporación, o sea, una empresa grande organizada bajo la forma de sociedad anónima, con gran dilución de la propiedad de las acciones y separación entre propiedad y gestión. Corresponde al paradigma del clásico trabajo de Berle y Means (1932). En una estructura accionaria dispersa, no obstante, ningún accionista individual tiene incentivos para ejercer el control sobre quienes se encuentran a cargo de la firma, dados los costos que en el ámbito individual implica tal acción. Desde esta perspectiva, el principal conflicto para resolver es la alineación de los intereses de los administradores con los de la firma. Establecida la separación entre propiedad y gestión, el conflicto primordial que se plantea es el de agencia.

En varios otros países, incluso los latinoamericanos, la forma predominante de estructura de propiedad accionaria es la concentrada: unos pocos accionistas poseen gran parte de las acciones y, por consiguiente, tienen un poder sustancial sobre los ejecutivos. En la mayoría de los casos de propiedad concentrada no existe separación entre propiedad y administración. El patrón predominante observado es que las grandes empresas de capital nacional están casi siempre controladas por familias. Cuando el accionista es suficientemente importante para influir directamente en el control de la empresa, también posee incentivos para disminuir el retorno de los inversionistas minoritarios (Valadares, 2002). Así, los accionistas mayoritarios pueden perseguir sus propios intereses (proyectos no lucrativos o subóptimos) en perjuicio de los restantes, generando una variación del conflicto de agencia.

Oman (2006, pp. 5-6) denomina “conflicto de expropiación” a la discrepancia entre los intereses de los accionistas mayoritarios (que también pueden ejercer funciones de dirección) y los de los accionistas minoritarios, conforme se observa en el párrafo siguiente:

Los conflictos de intereses en estas economías se dan más entre accionistas controladores, accionistas minoritarios (locales o extranjeros) y otros inversionistas, que entre administradores y accionistas, como es el caso de Estados Unidos e Inglaterra. Estos conflictos son comúnmente llamados ‘problema de expropiación’, puesto que la tendencia dominante consiste en que los controladores saquen ventaja de su control sobre los recursos corporativos para expropiar o desviar recursos desde la corporación, privando a los accionistas minoritarios y frecuentemente a otros inversores de lo que podría estimarse su participación justa en los ingresos provenientes de los recursos que han aportado. El ‘problema de expropiación’, al contrario del ‘problema de agencia’, tiende a prevalecer en países que tienen corporaciones cuya propiedad está fuertemente concentrada y a ampliarse y agravarse por efecto de la práctica de los controladores de usar ampliamente la emisión de múltiples clases de acciones y las estructuras de propiedad cruzadas o piramidales. Estas técnicas no solamente permiten a un número pequeño de accionistas dominantes controlar una parte de los activos corporativos que resulta mayor de lo que su tenencia de acciones justificaría, es decir, mayor que los ingresos derivados de los derechos de su propio flujo de caja, sino que pirámides, propiedades cruzadas y múltiples clases de acciones sirven también para dar a los

controladores un significativo acceso a recursos financieros, incluyendo aquellos expropiados de otros inversionistas.

El uso generalizado de estructuras de propiedad piramidal y cruzada, y de la emisión de múltiples clases de acciones tiene, además, el efecto de reducir significativamente y aun eliminar la presión financiera que reciben los controladores para mejorar los gobiernos corporativos.

Fuenzalida O'shee *et al.* (2008, p. 13) afirman que el problema de las estructuras piramidales es lo que permite el fenómeno denominado *tunneling*, mediante el cual el último accionista puede desviar recursos entre las diferentes empresas de la pirámide a su favor. El *tunneling* puede tomar diferentes formas: a) el otorgamiento de préstamos con elevadas o bajas tasas de interés entre empresas; b) la venta de insumos o compra de productos o servicios a precios diferentes de los precios de mercado; c) el arrendamiento de activos; d) el ofrecimiento de garantías de unas compañías para el endeudamiento de otras compañías dentro de la pirámide. Todas estas desviaciones de recursos se emprenderán en el interés del último accionista y en desmedro de los accionistas minoritarios.

Fuenzalida O'shee *et al.* (2008, p. 13) comentan que, además de la posibilidad de *tunneling*, por lo general los gerentes de las empresas en mercados emergentes son los accionistas mayoritarios de las compañías, y estos poseen acciones con derechos superiores a voto (*dual-class shares*) para alcanzar derechos de control superiores a sus derechos sobre los flujos de caja de la empresa. Este hecho, unido al problema del *tunneling*, contribuye a que se puedan presentar problemas de expropiación extremos en mercados emergentes. Así, el hecho de que las acciones con derecho a voto sean transadas con un gran premio en relación con las acciones sin derecho a voto pone en evidencia los beneficios privados del control a expensas de los accionistas minoritarios (Shleifer y Vishny, 1996). En la siguiente sección se aborda una clasificación de los principales temas relativos a la GC, en forma de incentivos que obligan o estimulan mejoras en la GC.

C. DIMENSIONES E INCENTIVOS DE GOBERNANZA CORPORATIVA (GC)

1. Dimensiones de la gobernanza corporativa (GC)

El hecho concreto es que el tema de la GC es complejo, razón por la cual ha sido examinado a través de varios prismas. Una forma de intentar sistematizar el extenso debate es organizarlo en función de aspectos específicos. Por ejemplo, Leal y Carvalhal-da-Silva (2004) desarrollan un índice para medir la situación de la GC basado en cuatro dimensiones: a) disclosure; b) composición y funcionamiento del Consejo de Administración; c) ética y conflicto de intereses; d) derechos de los accionistas. De Paula y Stanley (2006), por su parte, argumentan que la discusión sobre la GC puede ser segmentada en tres dimensiones: estructura de propiedad, prácticas y políticas públicas (cuadro II.2).

En lo referente a la estructura de propiedad, la preocupación básica es el análisis del grado de dispersión *versus* concentración de la propiedad de las acciones. Bases accionarias más diluidas tienden a ser combinadas con una separación más clara entre propiedad y gestión. Análogamente, bases accionarias más concentradas generalmente están asociadas a una so-

Cuadro II.2
PRINCIPALES TEMAS DE LA GOBERNANZA CORPORATIVA

Dimensiones	Temas
Estructura de propiedad	Tipo predominante de control accionario (disperso o concentrado) Separación o superposición de propiedad y gestión Clase de acciones, pirámide y participación accionaria cruzada Papel de los inversionistas institucionales
Prácticas de gobernanza corporativa	Consejo de administración: composición, actuación y procesos Códigos voluntarios de buenas prácticas de gobernanza corporativa Transparencia e integridad de la información
Políticas públicas	Legislación y aparato legal que proteja los derechos de los accionistas minoritarios y de los acreedores Actuación de los órganos de control del mercado de capitales

Fuente: De Paula y Stanley (2006, p. 64).

breposición entre propiedad y administración. La estructura patrimonial concentrada tiende a vincularse con mecanismos para los cuales los derechos sobre los votos de los accionistas mayoritarios se disocian de los derechos de flujo de caja, tales como: a) distintas clases de acciones; b) estructuras piramidales; c) participación accionaria cruzada. También se debe mencionar el creciente papel de los inversionistas institucionales en la condición de propietarios de acciones.

En cuanto a las prácticas de GC, no obstante la diversidad de temas, De Paula y Stanley (2006) acaban priorizando tres aspectos: a) el Consejo de Administración (CA); b) los códigos voluntarios de BPGC; c) la transparencia e integridad de las informaciones. En relación a la composición del CA, una preocupación es identificar la proporción de miembros independientes (sea frente al CA, en el caso de una estructura patrimonial diluida, o frente a los accionistas mayoritarios, en una estructura concentrada). Cabe señalar que la actuación del CA, sea efectiva o meramente protocolar, está claramente relacionada con su composición. Una tercera cuestión en cuanto al CA se refiere a la formalidad (o informalidad) de sus procesos, mediante la creación de comités específicos, como los de auditoría y remuneración, entre otros.

Cabe enfatizar la importancia de los Códigos Voluntarios de BPGC. Como su nombre lo indica, las empresas no están obligadas a adherir a esas normas de conducta, ni tampoco los Códigos se constituyen en una atribución necesariamente gubernamental. Un tercer aspecto muy relevante de prácticas de GC se relaciona con la transparencia y la integridad de las informaciones. Esto involucra la rapidez con que se divulgan las decisiones importantes tomadas por la alta administración, la transparencia en la vinculación con las empresas relacionadas (como las controladas y relacionadas), la utilización de patrones contables confiables, y la suficiencia e integridad de los estados financieros, entre otros. Así, el suministro de información y la utilización de procesos no fraudulentos resultan en una buena o mala reputación de

la empresa. Después de la ola de escándalos financieros de grandes corporaciones en diversas partes del mundo, las cuestiones relacionadas con la transparencia aumentaron significativamente su relevancia.

Las políticas públicas representan una tercera dimensión de la GC para De Paula y Stanley (2006). Aun cuando este tema es complejo e involucra cuestiones bastante comprensivas, por lo menos dos aspectos merecen ser enfatizados. El primero se refiere al aparato legal relativo a la protección de los accionistas minoritarios y de los acreedores. Los gobiernos han venido concediendo creciente importancia a tales aspectos por medio de cambios en la legislación. El segundo se refiere al papel de fiscalizador del Estado sobre la conducta de las empresas, principalmente por los órganos encargados de la fiscalización del MC.

En resumen, se puede afirmar que la GC aborda temas empresariales (estructura de propiedad y prácticas) y de políticas públicas. En este sentido resulta interesante analizar la controversia entre incentivos obligatorios y voluntarios de la GC, tema que se analiza a continuación.

2. Incentivos de gobernanza corporativa

Es innegable que las políticas públicas desempeñan un papel fundamental en términos de GC. Sin embargo, este término deriva de una analogía entre el gobierno de las ciudades, estados y naciones y el gobierno de las corporaciones (Becht *et al.*, 2002, p. 6). La correspondencia es aún mayor cuando se considera que las personas son elegidas para un CA, con miras a resguardar los intereses de los accionistas. En verdad, como señala Oman (2001, p. 29), la cuestión esencial es que las buenas prácticas de GC requieren de una buena gobernanza política y viceversa; el desarrollo depende de ambas.

La importancia del marco regulatorio y de la aplicación de la ley (enforcement) como factor determinante del nivel de desarrollo del MC ha sido bastante analizado, desde la perspectiva de La Porta *et al.* (1996). Estos autores argumentan que en las economías en las cuales los inversionistas tienen mayor protección legal, los MC poseen mayor liquidez y las compañías consiguen financiar sus proyectos por medio de emisión de acciones. Análogamente, en países con poca protección legal, se observa una estructura patrimonial concentrada y un MC con baja liquidez. Este resultado, por tanto, está fuertemente correlacionado con el sistema legal, pues la protección a los minoritarios es mejor en los países que siguen la tradición británica comparado con las naciones que se alinean con la tradición francesa.³ Como se sabe, los países latinoamericanos son predominantemente clasificados como de tradición legal francesa.

Aunque no se puede negar la importancia de las leyes y del Poder Judicial como factor de presión para mejorar la GC —inhibiendo los abusos por parte de los ejecutivos o accionistas mayoritarios—, se debe reconocer que este no es el único medio para inducir cambios. Por eso, esta sección abordará los incentivos obligatorios, voluntarios, y cumplir o explicar (*comply or explain*).

³ En el sistema legal anglosajón (*common law*), las decisiones de los jueces actúan como precedente vinculante para los demás tribunales con el efecto de que la ley se halla en continuo desarrollo. El sistema basado en el derecho continental europeo (*civil law*) es aquel donde la justicia está regulada por códigos y leyes escritas. En América Latina, apenas doce países del Caribe angloparlante sustenta su sistema judicial preponderantemente en la tradición del *common law* británico (Galindo, s/d).

Una primera dicotomía se refiere al contraste de los incentivos obligatorios (producto de reformas legislativas más estrictas y severas, o *hard laws*) y voluntarios (por medio de *soft laws*). De acuerdo con Nasser (2005, p. 25), *soft law* no es un concepto único. Desde el punto de vista de este autor, una *soft law* se puede traducir en normas jurídicas (o no), dotadas de un lenguaje vago o que presenta un carácter general o meramente de principios, imposibilitando así la identificación de reglas específicas y claras, y que no pretenden ser obligatorias. Falta, pues, el elemento de coerción en el caso de incumplimiento, justamente porque sus disposiciones no son obligatorias. Trasladando tal concepto al mundo específico de la GC, se puede citar como ejemplos de *soft laws* los Principios de la OCDE y los Códigos Voluntarios de BPGC, incluyendo los Lineamientos para un Código Andino de Gobierno Corporativo de la Corporación Andina de Fomento (CAF). El aspecto central es el carácter voluntario, no obligatorio o no vinculante.

Por otro lado, el segundo tipo de incentivo —el obligatorio— se refiere a la reforma legislativa en el sentido estricto, o sea, la introducción (o cambio) de normas que tipifican un comportamiento general, abstracto y obligatorio (o prohibido) dirigido a todos los agentes. El no respeto de la norma genera la aplicación de una sanción al infractor. Como ejemplos aplicados al tema, se pueden citar la ley norteamericana Sarbanes-Oxley (SOX), promulgada en el 2002, y las reformas a las leyes de las sociedades anónimas en diversos países latinoamericanos, entre ellos: Chile (2000 y 2007), México (2001 y 2007), Brasil (2001), Argentina (2001) y Colombia (2005). Cuatro de estos países serán analizados en capítulos específicos de este libro.

La actuación gubernamental debe tener en cuenta el carácter dinámico de la GC. Para permanecer competitivas en un mundo en constante cambio, las compañías requieren innovar y adaptar sus prácticas de GC para poder atender las nuevas demandas y aprovechar las nuevas oportunidades. De la misma forma, los gobiernos deben tener eso en mente, diseñando un marco legal y regulatorio lo suficientemente flexible para permitir dicha adaptabilidad.

Según Anand (2005, p. 4), la temática de GC se aleja del modelo de comando y control, o sea, de aquel en el que se prevé un comportamiento obligatorio que, en caso de no cumplimiento, impone una sanción al infractor. De esta forma, las empresas han tenido permiso para diseñar y estructurar sus propias prácticas, respetando ciertos límites definidos por un marco regulatorio general. En este contexto, aquellos que defienden las virtudes del libre mercado postulan que las reglas obligatorias (*mandatory rules*) no serían necesarias pues las firmas, al competir por capital escaso, adoptarían voluntariamente mejores prácticas de GC. Por otro lado, los inversionistas consideran que un régimen voluntario sería insuficiente, siendo necesario algún nivel de obligatoriedad con el objetivo de proteger a los inversionistas, construyendo así confianza en los MC.

Para comparar las ventajas y desventajas de uno y otro incentivo, Anand (2005) eligió cinco criterios: a) estándares mínimos; b) nivel de cumplimiento (atendiendo los requisitos de leyes, normas y códigos); c) costos para los inversionistas; d) costos para las empresas y para el Estado; e) flexibilidad (*ver* cuadro II.3).

Al hacer la comparación entre los dos tipos de incentivos en lo que atañe a los cinco aspectos considerados por Anand (2005), se debe subrayar que aun cuando un incentivo voluntario no tenga fuerza para imponerse a las firmas, éstas poseen incentivos para adoptar prácticas de GC voluntariamente, tales como el deseo de no ser evaluadas negativamente por los inversionistas y así atraer la inversión, compitiendo por capital escaso. De cualquier

Cuadro II.3
INCENTIVOS LEGAL OBLIGATORIO Y VOLUNTARIO

	Incentivo legal obligatorio	Incentivo voluntario
Estándares mínimos	Impone estándares mínimos seleccionados por el Estado, los cuales deberán ser respetados por los participantes del mercado, so pena de sufrir sanciones legales.	Sugiere estándares de conducta, que las compañías no necesariamente deben seguir.
Nivel de cumplimiento (<i>Compliance</i>)	Introduce una sanción por incumplimiento, lo que aumenta el incentivo a respetar la norma, influyendo así en la decisión del agente.	Es relativamente débil, porque no impone sanciones a aquellos que incumplen las normas. Pero, cuantas más empresas adhieren a las prácticas de GC voluntariamente, mayor es la presión para que otras hagan lo mismo, en un claro efecto del tipo bola de nieve.
Costos para los inversionistas	Disminuye los costos para los inversionistas que están informados. Ya que el derecho estipula un sistema de patrón unificado, ellos deberán conocer los términos de un sistema que será adoptado por todas las empresas, justamente porque es obligatorio.	Se generan una multiplicidad de sistemas de GC, pues cada empresa formula y adopta el suyo propio. Eso eleva considerablemente los costos para acceder a la información por parte del inversionista, quien tendrá que comprender una infinidad de sistemas distintos.
Costos para las empresas y para el Estado	Generan costos elevados para las empresas asociadas al monitoreo ya la evaluación de sus propias prácticas de implementación de la nueva estructura de GC (para adecuarse a los requerimientos de la ley), relacionados a <i>disclosure</i> . Para el Estado, existen costos de diseño de política, de implementación y de <i>enforcement</i> , entre otros.	Permite la reducción de por lo menos dos costos: los costos de cumplimiento por parte de la empresa que emite las acciones (la propia firma decide sobre los costos incurridos, puesto que escoge qué prácticas desea adoptar) y los costos de <i>enforcement</i> del Estado.
Flexibilidad	No permiten flexibilidad, cubriendo a todas las empresas con los mismos requisitos.	Proporciona una alta flexibilidad en el diseño de las prácticas y estructura de la GC por parte de la empresa. Esta considera su propia realidad y características, decidiendo la alternativa más conveniente.

Fuente: elaborado a partir de Anand (2005).

forma, es importante destacar que no solamente el miedo a una sanción es un incentivo poderoso para la actuación de los agentes. Como la GC involucra dimensiones empresariales y de políticas públicas, muy probablemente el mejor tipo de incentivo de GC es aquel que articula aspectos obligatorios y voluntarios.

Un tercer incentivo muy interesante –que representa una opción intermedia entre los dos incentivos ya analizados– es el denominado “cumpla o explique”. La esencia de este incentivo es que las empresas no deben obligatoriamente seguir las recomendaciones de un determinado Código de BPGC, pero sí deben revelar el nivel de adecuación (*compliance*) en relación con dicho código. De acuerdo con Teen (2007, p. 3), el incentivo cumplir o explicar ha sido la opción predominante de los gobiernos para inducir mejoras en los patrones de GC de compañías listadas en Bolsa de Valores.

Al analizar la experiencia británica en la adopción del incentivo cumpla o explique, MacNeil y Xiao (2005) destacan que una de sus ventajas es la flexibilidad. Eso parte del principio de que una regla no se ajusta a la realidad de todas las compañías (*one size does not fit all*) si estas presentan grandes diferencias en términos de tamaño, estructura y organización. Un segundo aspecto relevante tiene relación con el monitoreo realizado por el MC. El incentivo cumplir ó explicar está basado en la premisa de que el mercado acompaña el nivel de adecuación de la empresa frente al Código de BPGC. Esto implica dos posibilidades: a) reducir los precios de las acciones de aquellas empresas que no atienden los requisitos del mencionado Código; b) no impactar los precios de las acciones cuando se entienda que no cumplir el Código es justificable bajo determinadas circunstancias. Desde este punto de vista, la decisión de la empresa tendrá en cuenta los costos asociados al cumplimiento y a la amenaza creíble de que serán impuestas sanciones.

Teen (2007) apunta que una de las ventajas del incentivo cumplir o explicar resulta del hecho de su efectiva implementación de demandar o compartir responsabilidades entre los reguladores, las empresas y los grupos de interés (*stakeholders*). El autor señala que este incentivo es descrito muchas veces, erróneamente, como voluntario. La verdad, como ya se ha mencionado, es que la empresa tiene la obligación de informar que no está cumpliendo determinados puntos del Código. Por otra parte, ella puede explicar los motivos que la llevaron a no seguir una determinada recomendación.

De acuerdo con Teen (2007), son cuatro las principales opciones para la actuación del regulador en el ámbito del incentivo cumplir o explicar: a) no intervenir dejando que el mercado se encargue de penalizar a las empresas; b) garantizar que se den las explicaciones correctas en los casos de incumplimiento; c) evaluar las explicaciones; d) exigir el cumplimiento después de determinado período. El autor argumenta que no existe una solución única para todos los países, pero afirma que los reguladores deberían al menos asegurar que las empresas que no cumplan el Código expliquen sus motivos. Además, si el regulador comprueba que una determinada conducta es crítica y el incumplimiento inaceptable, su cumplimiento debería volverse obligatorio por ley.

El incentivo cumplir o explicar permite que los inversionistas evalúen las prácticas de GC a un bajo costo. Cabe enfatizar que los datos presentados por Arcot *et al.* (2005) ratifican la importancia del *disclosure*, que es fundamental para reducir la asimetría de información. Goulart (2003), citado por Malaquias (2008, p. 23), resalta que la transparencia se relaciona con las informaciones que hacen referencia a la empresa, ya sean positivas o negativas. La divulgación solamente de informaciones positivas no significa que se esté cumpliendo con un nivel adecuado de *disclosure*, ya que podrían existir hechos negativos que estarían ocultos. No se puede olvidar también en lo que se refiere a *disclosure*, que el desincentivo para realizarlo de forma voluntaria es grande: existen muchos costos involucrados que pueden

generar un efecto anticompetitivo una vez que la firma divulga la información y ésta puede ser evaluada por sus competidores.

Malaquias (2008) elabora una reseña de la literatura sobre las ventajas del *disclosure*, destacando: a) el aumento en la liquidez de las acciones; b) la reducción en los costos de capital; c) la menor volatilidad en los precios de las acciones; d) el menor riesgo sistemático atribuido por los inversionistas a un activo sobre el cual se dispone de mucha información; e) la mayor movilidad internacional de capitales. Este último es particularmente importante para este libro, ya que uno de sus objetivos principales es sugerir cambios con miras a una mayor atracción de capital extranjero para los MC de América Latina.

D. GOBERNANZA CORPORATIVA, MERCADOS DE CAPITALES E INVERSIONES EXTRANJERAS

1. Gobernanza corporativa y desarrollo de los mercados de capitales

El IFC (2005) presenta cuatro importantes ventajas de la GC: a) la adición de valor para las empresas; b) la reducción de los riesgos de las inversiones; c) la disminución del riesgo de reputación debido a escándalos corporativos; d) el desarrollo del MC. En relación con este punto, la institución observa que los patrones insatisfactorios de GC arruinan la integridad de las compañías y desincentivan el uso del MC como medio de intermediación de la economía. En la misma dirección, dichos patrones insatisfactorios, particularmente en lo que se refiere a la transparencia y disclosure, han sido unos de los principales factores subyacentes a la inestabilidad de los mercados financieros a finales de los años noventa. Más recientemente, ellos habrían contribuido a la diseminación de corrupción y fraude resultantes de los escándalos corporativos ocurridos en la presente década. Debido a esto, en esta sección se examinarán las formas en que la GC puede ayudar al desarrollo del MC, lo que podría atraer una mayor eficiencia en la asignación de recursos y mayor crecimiento económico.

Es difícil acreditar que el MC se fortalecerá sin un buen sistema bancario, o que también es dependiente de las prácticas de GC de los bancos. De hecho, como sostiene el Banco de Pagos Internacionales (2006, p. 3), las insuficiencias en la GC:

(...) pueden acabar en quiebra bancaria, que a su vez puede acarrear costes y efectos significativos de dimensiones públicas por su impacto potencial en los esquemas de seguro de depósito aplicables y por sus posibles implicaciones macroeconómicas, como el riesgo de contagio o el impacto en los sistemas de pago. Asimismo, los mercados podrían perder su confianza en la capacidad del banco para gestionar adecuadamente sus activos y pasivos, incluidos los depósitos, lo que a su vez podría generar una retirada masiva de fondos o una crisis de liquidez. Lo cierto es que además de sus responsabilidades con sus accionistas, los bancos también tienen que responder ante sus depositantes.

Como ya se ha mencionado, en la experiencia anglosajona se observa que la dilución del capital accionario ha viabilizado la democratización de la propiedad y la gestión profesional de las firmas. Esto ha hecho surgir conflictos de interés entre los gestores y los accionistas. Se trata de un conflicto típico de agencia, que en este caso, tiene a los accionistas como el

principal y a los administradores como agente. La GC puede ser entendida, entonces, como el conjunto de mecanismos internos y externos que buscan la mitigación de los conflictos de intereses entre accionistas y gestores; o, en el caso de estructuras patrimoniales concentradas, como es frecuente en América Latina, entre accionistas mayoritarios y minoritarios. La adopción de normas de GC contribuirá a la solución o reducción de tales conflictos de interés, lo que representa un estímulo al desarrollo del MC y de las sociedades de capital abierto.

En verdad, la GC determina el nivel y las formas de actuación a través de las cuales los inversionistas pueden influenciar el desempeño de la empresa. Un sistema normativo e institucional de prácticas de GC bien definido reduce la inseguridad del inversionista al aplicar recursos en el MC, considerando que los riesgos de expropiación por parte de las compañías son menores. En este sentido, la OCDE, –en su *White Paper on Corporate Governance in Latin America*, de 2003– postula que los beneficios de una buena GC en términos de agregación de valor a largo plazo elevan el nivel de confianza de todos los accionistas (OCDE, 2003, p. 7). Adicionalmente, un sistema efectivo de GC ayudaría a establecer un grado de confianza necesario para el funcionamiento adecuado de una economía, presentando como resultado un menor costo de capital. Por tanto, el grado de respeto a las BPGC es un factor de importancia creciente para las decisiones de inversión (OCDE, 2004).

Pinheiro (2004) enfatiza otro factor por el cual la GC contribuiría al desarrollo del MC. Según el autor, en los países que cuentan con MC activos, los inversionistas institucionales desempeñan un papel central en la demora de los plazos de operaciones, aprovechando que sus pasivos también vencen a largo plazo y sus obligaciones son relativamente previsibles. De esta forma, es de esperar que dichos inversionistas prefieran invertir sus recursos en empresas que cuentan con buenas prácticas de GC, las cuales ofrecen mayor transparencia y conceden mayor atención a los intereses de los accionistas, sintiéndose así más protegidos contra eventuales expropiaciones.

De acuerdo con Salmasi (2007, p. 75), gran parte de la literatura acerca de la GC analiza cómo la adopción de mejores prácticas se refleja en la mitigación del riesgo de expropiación de los accionistas minoritarios por los mayoritarios (o de los accionistas por los administradores), en la reducción del costo de capital y en el aumento del valor. Considerando la importancia de este punto, este será examinado de forma más pormenorizada, destacando el impacto de la GC sobre:

- Retorno/valor de mercado de la empresa;
- liquidez de las acciones;
- volatilidad de las acciones;
- costo de capital.

Leal (2004) elabora una revisión de la literatura internacional y brasileña acerca de la relación entre GC y el valor de mercado de la compañía. Una serie de estudios examina la relación entre la concentración de los derechos de voto y de los derechos sobre el flujo de caja de los accionistas controladores (variables de estructura patrimonial) y el valor de mercado de la empresa. En general, cuanto mayor la separación entre los derechos de voto y los derechos al flujo de caja, mayor el impacto negativo de la concentración de los derechos de voto sobre el valor de la firma. En Asia y en América Latina, en particular, se observa una relación

negativa entre la participación de las acciones con derecho a voto controlado por los *insiders* y el valor de la compañía. Esta correlación es más intensa y significativa si los *insiders* hacen uso de mecanismos tales como pirámides y distintas clases de acciones.

Leal (2004) también aborda la cuestión de la calidad de las prácticas de GC (medida por índices) y el valor de la empresa. En conclusión, mejores prácticas de GC están positivamente relacionadas con el valor de la compañía, particularmente en los países en que la protección legal del inversionista es peor, como en los mercados emergentes. Sin embargo, esta relación no es tan clara cuando se analiza el vínculo entre la GC y el desempeño operacional y los precios de las acciones.

De acuerdo con Martins *et al.* (2006, pp. 3-4), para que una acción sea más líquida es necesario que tenga una presencia frecuente en las subastas de acciones y, simultáneamente, un alto volumen de negociación y elevado número de negocios. Se debe también destacar que las evidencias empíricas indican que una pequeña reducción en los costos de transacción puede generar un aumento substancial en el precio de las acciones. Del mismo modo, el aumento de liquidez de las acciones puede disminuir el costo de capital de las empresas, en función de un menor costo de captación.

Chen *et al.* (2005) investigan la relación entre prácticas (transparencia y disclosure) de la GC y la volatilidad de las acciones en los Estados Unidos. Los autores apuntan que cuando una compañía adopta malas prácticas de disclosure, esto aumenta el riesgo asociado a la asimetría de información. Como consecuencia, los inversionistas exigirán retornos mayores, tendiendo a reducir la liquidez de las acciones. La evidencia empírica confirmó la hipótesis de que las acciones de las compañías con peor comportamiento en cuanto a la GC poseen menor liquidez. Martins *et al.* (2006), entre otros, ratifican la existencia de fuertes indicios de que la liquidez de las acciones aumenta después de que las compañías revelan la adopción de mejores prácticas de GC.

Quental (2007, p. 13) argumenta que si el mercado avala positivamente la decisión de compromiso de las empresas con mejores prácticas de GC, el resultado probable es que las acciones se valoricen, la liquidez aumente y la volatilidad se reduzca. Sin embargo, de acuerdo con Vieira y Mendes (2006, p. 60), la literatura internacional señala que la reducción de volatilidad de las acciones de las empresas con buenas prácticas de GC sólo es clara cuando el mercado tiene tendencia a la baja.

En el caso brasileño, entre los estudios recientes que abordan la relación entre GC y volatilidad de las acciones, se constata que: a) uno indicó que el anuncio del compromiso con mejor calidad de las prácticas de GC, no aumenta la cantidad promedio de las acciones negociadas, ni el volumen promedio (Aguiar *et al.*, 2004); b) uno concluyó que la volatilidad solamente es menor en momentos en que el mercado está cayendo (Vieira y Mendes, 2006); c) tres apuntaron que la volatilidad se reduce después del mencionado anuncio del compromiso (Malacrida y Yamamoto, 2006; Quental, 2007; Almeida, 2007).

En lo que se refiere al costo de capital, la GC cubre la confiabilidad de los accionistas y de los acreedores de la empresa. Con la adopción de mejores prácticas, los accionistas y acreedores poseen un control más sistematizado que los gestores que llevaron a cabo inversiones rentables, trayendo un retorno para ellos mismos y generando valor para la empresa. De este modo, la tasa futura exigida por los accionistas y acreedores es menor, una vez que hay menos riesgos involucrados.

Nakamura *et al.* (2006) verifican que los trabajos empíricos relacionando el *disclosure* y el costo de capital pueden ser divididos en dos grupos de investigación. El primero busca relacionar el disclosure con la asimetría de información o algún premio de riesgo sobre información, una vez que ese procedimiento ofrece mayor posibilidad de verificación directa sobre la asociación a ser investigada. El segundo grupo tiene como objetivo comprobar, empíricamente, la asociación entre la divulgación de informaciones corporativas y el costo de capital, analizando las posibles variables explicativas para el cálculo del costo de capital. Este abordaje tiene la ventaja de poder cuantificar el efecto del *disclosure* en el costo de capital de la empresa.

Al analizar la experiencia brasileña, Nakamura *et al.* (2006) concluyeron que dependiendo del modelo de cálculo del costo de capital adoptado, el índice de *disclosure* podría o no ser significativo como variable explicativa. Esto sería consistente con resultados obtenidos por otros investigadores. Los autores señalan que la relación entre *disclosure* y costo de capital, además de ser sensible al modelo de cálculo de costo de capital adoptado, también es afectada por el grado de heterogeneidad de la muestra. Martins *et al.* (2006), por su parte, admiten que el costo de capital es difícilmente observable. Así, una alternativa pragmática es analizar los indicadores relacionados al costo de capital, como la liquidez de las acciones.

De acuerdo con Leal (2004), hay evidencia de que una buena GC puede llevar a un menor costo de capital y una mayor valorización de las acciones de las compañías. Además de eso, los agentes que invierten en países con poca protección legal exigen descuento en los precios de las acciones para compensar el riesgo de expropiación. Además, los bajos precios de las acciones pueden ser, inclusive, insuficientes para estimular la demanda por tales activos, restringiendo la posibilidad de captación de recursos vía emisión de acciones. Análogamente, es razonable asumir que el financiamiento externo vía acciones aumentaría si el riesgo de la expropiación disminuye por una mejor protección legal y por mejores prácticas de GC.

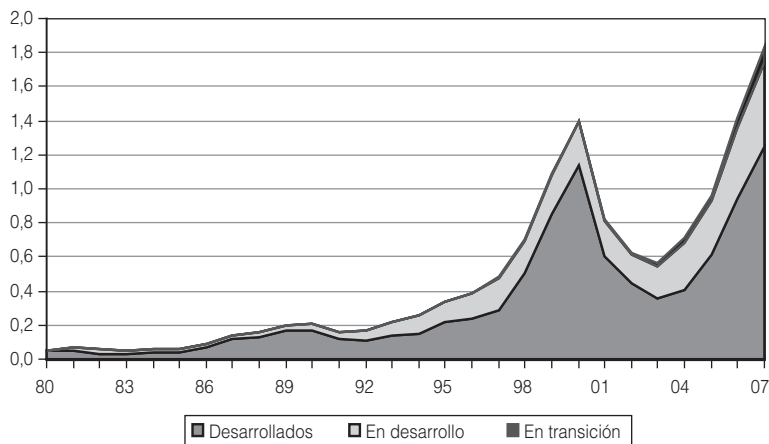
2. Gobernanza corporativa e inversión extranjera

La inversión extranjera directa (IED) es una forma importante de captación de recursos. Como se observa en el gráfico II.1, este tipo de inversión ha venido aumentando considerablemente a partir de mediados de la década de 1990. Para la Unctad (2008), este aumento continuo del flujo de IED se explica por el desarrollo del MC, por las ganancias crecientes de las empresas (aumentando el valor de sus acciones) y por el incremento de las transacciones por fusiones y adquisiciones (FyA) transfronterizas.

La forma y el medio por el cual la GC puede estimular la IED en economías emergentes es una cuestión de difícil respuesta, pues ciertamente otros factores (más comprensivos que la GC, como la tasa de crecimiento del PIB y la estabilidad política del país) también constituyen importantes determinantes. Adeoye (2007) afirma que existen varios estudios sobre los determinantes de la IED, en particular aquellos que se refieren al tamaño del mercado y al capital humano. Sin embargo, el papel de la GC no ha sido frecuentemente analizado.

Adeoye (2007) analiza, entonces, la relación entre la GC del país y la IED. Cabe mencionar que la GC es avalada por cuestiones relativas a la libertad civil, la inestabilidad política, la calidad del servicio público y de la regulación económica, la efectividad de la justicia y la corrupción. Por tanto, su preocupación se restringe a la dimensión de política pública de la

Gráfico II.1
 FLUJO DE IED GLOBAL, POR TIPO DE ECONOMÍAS, 1980-2007
 (US\$ Billones)



Fuente: Unctad.

GC. Con base en datos de 33 países emergentes, en el período 1997-2002, el autor constató un efecto positivo y significativo de la GC nacional (o por lo menos de la calidad de las instituciones gubernamentales) sobre el flujo de IED. Ejercicio similar desarrolló Hur *et al.* (2007), relacionando la GC nacional y las FyA transfronterizas.

Al discutir la relación entre GC y FyA transfronterizas (las cuales responden por el mayor volumen de IED actualmente), Bris y Cabolis (2002) concluyen que cuando una empresa basada en un país con débil GC cuando es comparada por otra localizada en un país con fuerte GC, el valor de la industria-objetivo aumenta. Felizmente lo contrario no es verdad, o sea, cuando la adquisición proviene de un país con GC débil y la adquirida está instalada en un país de GC fuerte, no se destruye valor.

Bris y Cabolis (2002), por su parte, enfatizan que la GC no es un factor importante para las FyA transfronterizas. O sea, las empresas no buscan adquirir una compañía localizada en un país con débil GC sólo por la expectativa de que la valorización de los activos aumente. Los autores muestran otra serie de motivaciones para las FyA transfronterizas: el aumento de la participación de mercado, la apropiación de mayores economías de escala, la respuesta a los cambios tecnológicos, la necesidad de actuación global, el agotamiento de la posibilidad de crecimiento en el mercado doméstico y la oportunidad de tener acceso a nuevos mercados.

Para Alba *et al.* (2009), intuitivamente, se puede esperar que una GC débil tenga un efecto positivo sobre la IED que sucede a través de FyA. De hecho, es razonable suponer que las transacciones de FyA –por medio de *take-over* hostiles o no– sean estimuladas por la posibilidad de mejorar la GC y, en consecuencia, la creación de valor para el accionista. Al examinar la IED japonesa en Estados Unidos, producto de FyA, los autores concluyen que la mejora de los patrones norteamericanos de GC a partir de 1992 desincentivó a los inversionistas nipones.

Los resultados obtenidos fueron simétricos: el debilitamiento de la GC también tenía un efecto positivo en la IED producto de FyA; el fortalecimiento, un efecto negativo.

Se puede afirmar que la relación entre la GC y la atracción de IEP (Inversión Extranjera de Portafolio) es más inmediata, en comparación con la existente entre la GC y la IED. Cuando un inversionista no pretende desempeñar algún papel de administración de la empresa, sus preocupaciones se concentran en evitar ser engañado (por medio de promesas imposibles de cumplir por el administrador –en los casos de estructuras patrimoniales diluidas– o por el accionista mayoritario en experiencias de estructuras patrimoniales concentradas) y expropiado (por el accionista mayoritario), al mismo tiempo que en garantizar la posibilidad de vender las acciones (lo que pasa por la liquidez del mercado). Así, Coombs y Watson (2000, p. 3) enfatizan que los inversionistas internacionales estarían dispuestos a pagar un premio (de hasta 28%) por las acciones de compañías con BPGC.

Aggarwal *et al.* (2003) examinan las inversiones en fondos mutuos norteamericanos –que representan importante fuente de recursos financieros– en los MC emergentes. Una preocupación de ese estudio fue escrutar las inversiones realizadas por gestores con estrategia activa, o sea, aquella que busca diferenciarse de una estrategia pasiva (que corresponde a una asignación que intenta acompañar un índice benchmarking). Otro aspecto relevante es que tales fondos mutuos generalmente no se comprometen en actividades buscando mejorar la GC de las compañías en las cuales invierten.

Los resultados de Aggarwal *et al.* (2003) son muy claros en el sentido de resaltar cómo la GC influye positivamente la atracción de IEP en los mercados emergentes. En el ámbito país, ésta atracción tiene una correlación positiva con la mayor utilización de política cambiaria fluctuante y la mejor calidad de la defensa de los intereses de los accionistas, de las instituciones legales y de los patrones contables. A nivel de la empresa, la atracción está positivamente relacionada con las oportunidades de crecimiento, el seguimiento de los analistas del MC, la emisión de *American Depositary Receipts* (ADR) y la mejor política de *disclosure*. Además, los impactos de la emisión de ADR y *disclosure* son más fuertes en países con débil protección de los derechos de los accionistas.

Otro estudio más reciente (Leuz *et al.*, 2008) investiga a profundidad el tema de los inversionistas extranjeros que invierten en empresas con más GC. En otras palabras, los autores desean verificar la forma en que los inversionistas internacionales consideran las cuestiones relacionadas a la GC cuando toman sus decisiones de inversión. La investigación fue hecha con aproximadamente 4.400 compañías de 29 países, en las que inversionistas norteamericanos tenían inversiones en 1997.

Leuz *et al.* (2008) apuntan que los inversionistas extranjeros pueden desempeñar un papel importante para financiar a las empresas, especialmente en los países en los que las fuentes domésticas de financiamiento externo son limitadas. Los inversionistas institucionales y los órganos reguladores generalmente sostienen que una mala GC constituye una importante barrera a la inversión. Existe consenso en que los inversionistas, al temer los problemas de GC, pueden protegerse bajando los precios que pagan por las acciones. Pero, no es tan obvio que las preocupaciones en cuanto a GC impliquen la adquisición de un número menor de acciones (o desistir de comprar).

Leuz *et al.* (2008) comentan que varios autores ya constataron que los inversionistas extranjeros poseen desventajas relativas frente a los inversionistas locales en relación a la

información. Tal asimetría es particularmente grande en relación a la evaluación de la GC. En muchos países, las transacciones mercantiles y los acuerdos financieros son negociados por la familia controladora de la compañía. Los extranjeros probablemente tienen mayor dificultad para comprender las conexiones políticas y económicas de los insiders, así como las implicaciones para una eventual expropiación del inversionista internacional. Adicionalmente, parece plausible que los inversionistas extranjeros eviten empresas que se encuentran en países de débil GC, porque en ellos la evaluación de la GC de cada empresa es más importante y se incurre en mayores costos.

Leuz *et al.* (2008) utilizan índices de GC para la empresa y el país. En cuanto al ámbito de la empresa, ellos consideran la estructura de propiedad (grado de concentración); y en cuanto a país, se observa el *disclosure* exigido, así como la efectividad y la capacidad de *enforcement* de las reglas de GC. Una de las principales conclusiones es que la decisión de inversión no está tan influida por el nivel de desarrollo económico del país (en términos del PIB per cápita), está más directamente relacionada con las instituciones legales, las reglas de protección al inversionista y las prácticas de *disclosure*. De hecho, un alto nivel de *disclosure* termina reduciendo la asimetría de información y, en consecuencia, el alto costo de monitoreo por parte de los inversionistas internacionales.

Un segundo resultado importante de Leuz *et al.* (2008) es que los extranjeros invierten menos en empresas con elevado grado de concentración de propiedad (en los cuales los riesgos de expropiación son mayores) cuando las compañías están basadas en países de baja calidad institucional en relación a la GC. Por otro lado, en el caso de compañías localizadas en países de elevada calidad institucional, las acciones de empresas con alto grado de concentración patrimonial no son evitadas por los inversionistas institucionales. Por tanto, la posibilidad de que una empresa reciba recursos extranjeros depende no sólo de su patrón de GC *per se*, sino también de las características institucionales y macroeconómicas del país donde está instalada.

En ese contexto, es necesario diferenciar convergencia legal y convergencia funcional, como originalmente propuso Coffee (López-de-Silanes, 2002). La primera se refiere a los cambios en las leyes y en los mecanismos de cumplimiento de éstas en relación con un patrón deseable. Para alcanzar esta convergencia legal de protección efectiva para el inversionista, la mayoría de los países requiere reformar sus aparatos legal, regulatorio y judicial. Esto se relaciona con la dimensión de las políticas públicas. Por otra parte, la convergencia funcional ocurre cuando inversionistas individuales o firmas buscan mejorar su GC, a pesar de la falta de una estructura legal apropiada. De esta forma, varias empresas emiten ADR y garantizan mayor transparencia en las decisiones con el propósito de mejorar su acceso a los MC internacionales. La convergencia funcional se relaciona más intensamente con las prácticas de GC.

Según Klapper y Love (2002), las empresas asentadas en países con poca protección a los inversionistas pueden mejorar sus prácticas de GC y su evaluación por parte de los mercados financieros. Sin embargo, por sí solas no serían capaces de replicar un buen ambiente legal. En otras palabras, las firmas podrían, por ejemplo, mejorar sólo hasta cierto punto la relación con los accionistas minoritarios, ya que esta conducta sería una solución secundaria y no sustituiría totalmente una buena infraestructura legal. Se puede argumentar que los ADR permiten a las compañías escapar parcialmente de las leyes sobre el MC de su país de origen. Todavía, en el caso de deudas, prevalece la ley del país donde se localizan los activos. Esto

significa que es prácticamente imposible escapar de una legislación débil (López-de-Silanes, 2002).

E. CONSIDERACIONES FINALES

La discusión sobre la GC, los MC y las inversiones extranjeras es muy oportuna, pues cuando la trayectoria del MC es nítidamente ascendente, las empresas que no tienen diferencias competitivas sustentables o que no adoptan buenas prácticas de GC pueden presentar trayectorias alcistas en los precios de las acciones, beneficiadas por la bonanza. Es en el nuevo escenario a la baja, como el actual, donde un buen patrón de GC puede ayudar a diferenciar determinadas empresas de otras.

La GC corporativa puede y ha venido definiéndose de varias maneras. Teniendo en cuenta la multiplicidad de definiciones, algunos autores llegan a diferenciar cuatro grandes “escuelas”, entendiéndolo a la GC como: a) sistema de relación; b) guardián de derechos; c) estructura de poder; d) sistema normativo. Cabe señalar que dichas definiciones no son excluyentes; al contrario, ellas enfatizan facetas distintas y complementarias de un tema tan complejo, fecundo y fascinante como es la GC. De forma general, los autores de este libro, implícita o explícitamente, utilizan la definición según la cual la GC trata los medios a través de los cuales aquellos que prestan dinero a la empresa buscan asegurar el retorno de su inversión.

La concepción de GC adoptada en este artículo enfatiza tres dimensiones: estructura de propiedad, prácticas y políticas públicas. Es claro que esta no es la única clasificación posible, pero sí posee la virtud de distinguir los factores relacionados con las políticas públicas de aquellos que se refieren a las compañías propiamente tales (estructura de propiedad y prácticas). También es evidente que tales dimensiones están interrelacionadas, una vez que las políticas públicas influyen en las decisiones empresariales sobre la estructura de capital, los beneficios y riesgos de la eventual expropiación de los accionistas minoritarios, y las prácticas de *disclosure*, entre otras. No parece realista esperar que todas las mejoras a la GC sean producto de políticas públicas, incluso porque las empresas pueden –y deben– buscar diferenciarse de las demás por medio de mejores prácticas de GC. Por otro lado, aunque una empresa haga mejoras substanciales de sus prácticas de GC (convergencia funcional) con la intención de compensar la fragilidad de un marco regulatorio débil, es prácticamente imposible que la disociación frente a la reputación del país sea completa. Por tanto, le corresponde a los formuladores de política pública un esfuerzo para perfeccionar el marco regulatorio e institucional (convergencia legal).

Se discutieron los aspectos positivos y negativos de los incentivos voluntario y obligatorio para la GC en un determinado país. Se constató que el régimen legal obligatorio presenta ventajas frente al incentivo voluntario, en los siguientes aspectos: a) estándares mínimos; b) nivel de cumplimiento; c) costos para los inversionistas. Por otro lado, el incentivo voluntario se mostró mejor en los criterios de: a) costos para las empresas y para el Estado y b) flexibilidad. Así, el régimen óptimo sería una mezcla o híbrido, esto es, obligatorio para algunas prácticas y estructuras de GC (reglas de protección al accionista minoritario, para el CA y para el *disclosure*) y voluntario para otros (reglas referentes a los comités de auditoría, los derechos adicionales de los accionistas minoritarios, etc.).

Otra interesante opción es el incentivo cumplir o explicar. Se trata de una situación intermedia en relación con los dos precedentes, pues contempla aspectos voluntarios y obligatorios. De hecho, las compañías no requieren obligatoriamente adoptar las recomendaciones de un determinado Código de BPGC, pero sí es obligatorio revelar su nivel de *cumplimiento* en relación con el Código. Las dos principales ventajas del incentivo cumplir o explicar son la flexibilidad y la disminución de los costos de monitoreo por parte de los inversionistas.

No existe un menú único de incentivos que sirva para todos los países, principalmente porque se observa una razonable diversidad en cuanto a: a) las tradiciones jurídicas; b) el desempeño del Poder Judicial; c) el tamaño de las compañías; d) la situación actual del MC; e) la agenda política. Lo ideal sería una rápida convergencia legal, algo bastante improbable en la práctica, pues el cambio en las leyes y en el funcionamiento del Poder Judicial tiende a ser un proceso lento y con varios obstáculos para ser superados. Por tanto, las políticas públicas deberían combinar incentivos obligatorios y voluntarios (y eventualmente ‘cumplir o explicar’). Con el tiempo, aspectos relacionados con el incentivo voluntario podrían transformarse en incentivos del tipo cumplir o explicar y, de esta forma, estos incentivos podrían convertirse en incentivos obligatorios. Es importante pues tener una perspectiva de encadenamiento temporal, mientras los cambios legales no sean aprobados e implementados.

Existen fuertes relaciones entre la GC y los MC. Una mejor GC reduce la inseguridad del inversionista al aplicar recursos en el MC, considerando que los riesgos de expropiación son menores. Además, un sistema efectivo de GC ayudaría a establecer un grado de confianza necesario para el funcionamiento adecuado de una economía, presentando como resultado un menor costo de capital.

En general, las evidencias empíricas confirman la hipótesis de que una mejor GC aumenta el retorno/valor de la empresa y la liquidez de las acciones, y reducen la volatilidad de las acciones y el costo del capital. Sin embargo, existen algunas excepciones relevantes: a) la relación entre la GC y los precios de las acciones no es clara; b) algunas veces la volatilidad de los precios de las acciones es menor para aquellas compañías que adoptan las mejores prácticas de GC solamente en momentos de descenso de precios; c) los resultados sobre los impactos en el costo de capital están bastante influenciados por el modelo y por el grado de heterogeneidad de la muestra. La conclusión importante es que la GC trae muchos beneficios, muchos de ellos correlacionados, pero eso no debe ser entendido como la panacea. Es siempre bueno recordar que los mercados nunca serán perfectos, siempre existirá algún tipo de información asimétrica y los agentes no dejarán de privilegiar sus intereses. La GC ayuda a mitigar –mas no a eliminar– las condiciones que posibilitan la conducta oportunista.

En lo relativo a la relación entre GC e inversiones extranjeras, algunos autores argumentan que una mejor GC nacional (en términos de calidad de las instituciones que son influidas por políticas públicas) impacta positivamente la IED, producto de las FyA. Sin embargo, el debate, que no ha recibido muchas contribuciones, está aún inconcluso, pues algunos indican que la mejora de los patrones de GC desincentiva la IED, mientras otros afirman que las compañías no buscan adquirir una empresa localizada en un país con GC débil con expectativa de que la valorización de los activos aumente. Hay otros factores más importantes para explicar el comportamiento de la IED aparte de la GC.

La relación entre la GC y la atracción de inversión extranjera de portafolio (IEP) es más nítida. Cuando un inversionista no pretende desempeñar algún papel de administración de

la empresa, sus preocupaciones se concentran en evitar ser engañado y expropiado así como garantizar la posibilidad de vender las acciones. La evidencia empírica muestra que la GC influye positivamente en la atracción de IEP en los mercados emergentes. Cuanto más un país hace uso de una política cambiaria flexible y cuanto mejor la calidad de la defensa de los intereses de los accionistas, de las instituciones legales y de los patrones contables, mayor es la atracción de IEP. Cuanto mayores sean las oportunidades de crecimiento de la empresa, cuanto más esté acompañada por analistas de MC, cuanto más se emitan ADR y cuanto mejor sea la política de *disclosure*, la compañía atraerá más IEP.

Otra constatación muy relevante es que la decisión de inversión extranjera no está tan influida por el nivel de desarrollo económico del país (en términos de PIB per cápita), está más directamente relacionada con las instituciones legales, las reglas de protección al inversionista y las prácticas de *disclosure*. Adicionalmente, los extranjeros invierten menos en empresas con elevado grado de concentración de propiedad, cuando las compañías están basadas en países de baja calidad institucional relativa a la GC. Sin embargo, en el caso de compañías ubicadas en países de alta calidad institucional, las acciones de empresas con elevado grado de concentración patrimonial no son evitadas por los inversionistas institucionales.

Concluyendo, la posibilidad de que una empresa reciba recursos extranjeros depende no sólo de su patrón de GC *per se*, sino también de las características institucionales y macroeconómicas del país donde está localizada. Es decir, debido a que las compañías no consiguen separarse plenamente de la percepción de los inversionistas extranjeros en cuanto al marco regulatorio e institucional (que en última instancia define las sanciones que serán impuestas en caso de expropiación de los accionistas minoritarios) de los países en los cuales están instaladas, las responsabilidades de los formuladores de política pública son mayores que las de los propietarios y administradores de las empresas. Le corresponde a los primeros diseñar una agenda de cambios institucionales amplia (por medio de la combinación de incentivos diversos), porque varios obstáculos deben ser superados para revertir las debilidades de un marco regulatorio e institucional poco satisfactorio que además se hace presente en varios países emergentes, incluso en América Latina.

Referencias bibliográficas

- Adeoye, A. (2007). *Macro-economic Level Corporate Governance and FDI in Emerging Markets: Is There a Close Relationship?* Management Department/School of Social Science and Public Policy/ King's College London (Master Dissertation).
- Aggarwal, R.; Klapper, L. y P. D. Wysocki. (2003). *Portfolio Preferences of Foreign Institutional Investors*. Washington D.C.: Banco Mundial (World Bank Policy Research Working Paper, 3101).
- Aguiar, A. B.; Corrar, L. J. y F. D. Batistella (2004). Adoção de práticas de governança corporativa e o comportamento das ações na Bovespa: evidências empíricas. *Revista de Administração da USP* (Rausp), v. 39, n. 4, pp. 338-347.
- Alba, J. D.; Park, D. y P. Wang (2009). Corporate Governance and Merger and Acquisition (M&A) FDI: Firm-level Evidence from Japanese FDI into the US. *Journal of Multinational Financial Management*, v. 19, n. 1, pp. 1-11.
- Aldrighi, D.M. (2006). Uma avaliação das contribuições de Stiglitz à teoria dos mercados financeiros. *Revista de Economia Política*, v. 26, n. 1, pp. 137-157.

- Almeida, D. R. (2007). *Governança reduz volatilidade?* Rio de Janeiro: Programa de Pós-Graduação em Economia /Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro (Dissertação de Mestrado).
- Andrade, A. y J. P. Rossetti (2006). *Governança corporativa: fundamentos, desenvolvimento e tendências*. 2ed. São Paulo: Atlas.
- Anand, A. I. (2005). Voluntary vs. Mandatory Corporate Governance: Towards an Optimal Regulatory Framework. *American Law & Economics Association Annual Meeting 2005*.
- Arcot, S.; Faure-Grimaud, A. y B. Valentina (2005). *Corporate Governance in the UK: Is the "Comply or Explain" Approach Working?* Londres: London School of Economics and Political Science.
- Banco de Pagos Internacionales (2006). *La mejora del gobierno corporativo en organizaciones bancarias*. Basilea: Banco de Pagos Internacionales.
- Becht, M.; Bolton, P. y A. Röell (2002). *Corporate Governance and Control*. Cambridge, MA: National Bureau of Economic Research (NBER Working Paper, 9371).
- Berle, A. A. y G. C. Means (1932). *The Modern Corporation and Private Property*. Nueva York: Macmillan.
- Bris, A. y C. Cabolis (2002). *Corporate Governance Convergence by Contract: Evidence from Cross-border Mergers*. New Heaven: Yale School of Management (Yale ICF Working Paper, 02-32).
- Chen, W-P; Chung, H.; Lee, C. y W-L. Liao (2005). *Corporate Governance and Equity Liquidity: Analysis of S&P Transparency and Disclosure Rankings*. Hsinchu: National Chiao Tung University.
- Contreras, O.A.L. (2006). *La decisión de inversión en una empresa familiar: caso Comercial y Agrícola ML. Concepción*: Universidad Católica de la Santísima Concepción.
- Coombes, P. y M. Watson (2000). Three Surveys on Corporate Governance. *McKinsey Quarterly*, No. 4, pp. 74-77.
- De Paula, G. y L. E. Stanley (2006). *Gobernabilidad corporativa en América Latina: estructura patrimonial, prácticas y políticas públicas*. En: De Paula, G. M.; Ferraz, J. C. y G. Núñez (org.). *Gobernabilidad corporativa, responsabilidad social y estrategias empresariales en América Latina*. Santiago y Bogotá, CEPAL y Mayol, pp. 77-128.
- De la Torre, A. y S. Schmukler (2004). *Whiter Latin American Capital Markets?* Washington DC: Banco Mundial.
- Fuenzalida O'shee, D.; Montalván, S. M.; Nash, M. y J. B. Franco. (2008). Estructura propietaria y rendimientos bursátiles en Suramérica. *Cuadernos de Administración*, v. 21, n. 35, pp. 11-35.
- Galindo, P. (s/d). *Sistemas de justicias en las Américas*. *Revista Judicial*.
- Gregório, D. (2009). Arregace as Mangas. *Capital Aberto*, v. 6, n. 65, pp. 28-32.
- Hur, J.; Parinduri, R. A. y Y. E. Riyanto (2007). *Cross-Border M&A Inflows and the Quality of Institutions: A cross-Country Panel Data Analysis*. Singapore: Singapore Centre for Applied and Policy Economics (SCAPE Working Paper, 2007/08).
- IFC (2005). *Corporate Governance*. Washington DC: International Finance Corporation (IFC).
- Jensen, M. y W. Meckling (1976). The Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure. *Journal of Financial Economics*, v. 3, pp. 305-360.

- Klapper, L. y I. Love (2002). *Corporate Governance, Investor Protection, and Performance in Emerging Markets*. Washington D.C.: Banco Mundial (World Bank Working Paper, 2818).
- La Porta, R.; López-de-Silanes, F.; Shleifer, A. y R. Vishny, R. (1996). *Law and Finance*. Cambridge, MA: National Bureau of Economic Research (NBER Working Paper, 5661).
- Leal, R. P. C. (2004). Governance Practices and Corporate Value: A Recent Literature Survey. *Revista de Administração da USP (Rausp)*, v. 39, n. 4, pp. 327-337.
- Leal, R. P. C. y A. Carvalhal-Da-Silva (2004). *Corporate Governance and Value in Brazil (and in Chile)*. Rio de Janeiro: Coppead/UFRJ (IADB Research Network Project).
- Leal, R. P. C. (2008). Estrutura de capitais comparada: Brasil e mercados emergentes. *Revista de Administração de Empresas*, v. 48, n. 4, pp. 67-78.
- Leuz, C.; Lins, K. V. y F. E. Warnock (2008). *Do Foreigners Invest Less in Poorly Governed Firms?* Brussels: European Corporate Governance Institute (Finance Working Paper, 43/2004; versión revisada 2008).
- López-de-Silanes, F. (2002). *Nafta and Mexico's Reforms Protection on Investor*. New Haven: Yale University.
- MacNeil, I. y L. Xiao (2005). *"Comply or Explain": Market Discipline and Non-compliance with the Combined Code*. Glasgow: University of Glasgow.
- Malacrida, M, J. C. y Yamamoto, M. M. (2006). Governança corporativa: nível de evidenciación das informações e sua relação com a volatilidade das ações do Ibovespa. *Revista Contabilidade & Finanças*, Edição Comemorativa, pp. 65-79.
- Malaquias, R. F. (2008). *Disclosure de instrumentos financeiros segundo as normas internacionais de contabilidade: evidências empíricas de empresas brasileiras*. Uberlândia: Faculdade de Gestão e Negócios/Universidade Federal de Uberlândia (Dissertação de Mestrado).
- Martins, V.A.; Silva, R. L. M. y P.C.C. Nardi (2006). Governança corporativa e liquidez das ações. *XXX Enanpad*. Salvador: Anpad.
- Nakamura, W. T.; Gomes, E. A. y M. T. P. Antunes (2006). Estudo sobre os níveis de disclosure adotados pelas empresas brasileiras e seu impacto no custo de capital. *XXX Enanpad*. Salvador: Anpad.
- Nasser, S. H. (2005). *Fontes e normas do direito internacional: um estudo sobre a soft law*. São Paulo: Atlas.
- Naughton, A. (2002). *Corporate Governance: An International Perspective*. Southcoast: Griffith University.
- Ocampo, J. A. (2007). La macroeconomía de la bonanza económica latinoamericana. *Revista de la CEPAL*, No. 93, pp. 7-29.
- OCDE (2003). *White Paper on Corporate Governance in Latin America*. París: Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos (OCDE).
- (2004). *Principles of Corporate Governance 2004*. París: Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos (OCDE).
- Oliveira, F. N. y P. Goes (2008). *Análise empírica das políticas de financiamento adotadas pelas empresas de capital aberto brasileiras*. Rio de Janeiro: Ibmecc/RJ.

- Oman, C. (2001). *Corporate Governance and National Development*. Paris: OCDE Development Centre (Technical Papers, 180).
- (2006). *Governo corporativo para el desarrollo económico*. En: De Paula, G. M.; Ferraz, J. C. y G. Núñez. (org.). *Governabilidad corporativa, responsabilidad social y estrategias empresariales en América Latina*. Santiago y Bogotá, CEPAL y Mayol, pp. 1-28.
- Pinheiro, A. P. (2004). *Mercado de capitais e crescimento econômico: em direção a uma agenda de reformas*. Rio de Janeiro: Associação Nacional dos Bancos de Investimento (Anbid).
- Quental, G. A. J. (2007). *Investigação dos impactos da adesão de empresas brasileiras aos segmentos diferenciados de governança corporativa da Bolsa de Valores de São Paulo*. Rio de Janeiro: Instituto Coppead de Administração/ Universidade Federal do Rio de Janeiro (Dissertação de Mestrado).
- Rodrigues Jr., W. R. y G. M. Melo (1999). *Padrão de financiamento das empresas privadas no Brasil*. Brasília: Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada (Texto para Discussão IPEA, 653).
- Salmasi, S. V. (2007). *Governança corporativa e custo de capital próprio no Brasil*. São Paulo: Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade/ Universidade de São Paulo (Dissertação de Mestrado).
- Sant’Anna, A. A. (2008). *Decisões de financiamento via mercado de capitais no período 2004-2006*. *Revista do Bndes*, v. 15, No. 30, pp. 161-179.
- Shleifer, A., y R. W. Vishny (1996). *A Survey of Corporate Governance*. Cambridge, MA: National Bureau of Economic Research (NBER Working Paper, 5534).
- Siffert Fo., N. (1999). *Governança corporativa: padrões internacionais e evidências empíricas no Brasil nos anos 90*. *Revista do Bndes*, v. 5, No. 9.
- Teen, M. Y. (2007). *Implementation of the “Comply or Explain” Approach*. *2007 Cgfr Conference on Reforming Governance in the Non-Profit Sector*. Furama City Centre: Cgfr.
- Terra, P. R. S. (2007). *Estrutura de capital e fatores macroeconômicos na América Latina*. *Revista de Administração da USP (Rausp)*, v. 42, No. 2, pp. 192-204.
- Unctad (2008). *World Investment Report 2007: Transnational Corporations, Extractive Industries and Development*. Ginebra: United Nations Conference on Trade and Development (Unctad);
- Valadares, S. (2002). *Estrutura de controle e propriedade de empresas brasileiras*. Bonomo, M. (org.). *Finanças Aplicadas ao Brasil*. Rio de Janeiro: Fundação Getúlio Vargas, pp. 275-298.
- Vieira, S. P. y A. G. S. T. Mendes (2006). *Governança corporativa: uma análise de sua evolução e impactos no mercado de capitais brasileiro*. *Organizações em Contexto*, v. 2, No. 3, pp. 48-67.
- Williamson, O. E. (1989). *Las instituciones económicas del capitalismo*. México DF: Fondo de Cultura Económica.

COMENTARIO DE MANUEL MARFÁN AL DOCUMENTO “GOBERNANZA CORPORATIVA, POLÍTICA PÚBLICA, MERCADO DE CAPITALES E INVERSIONES EXTRANJERAS”, DE GERMANO M. DE PAULA

En general, el documento de Germano está bien hecho. En este comentario me concentraré en aquellas cosas del artículo que me parece pueden ser mejoradas. Dado que se trata de una revisión de literatura en el tema de gobernanza corporativa (GC), quisiera advertir, sin embargo, que yo no soy un académico ni un teórico y por tanto, no estoy calificado para decir si está o no está toda la literatura que hay que revisar. Lo que sí soy es práctico y me gustaría, brevemente, contar primero la historia que en lo personal me tocó vivir como Subsecretario y posteriormente como Ministro de Hacienda de Chile en el tema de GC.

A principio de los noventa en Chile tuvimos un problema bastante raro y es que la economía se puso de moda, había muchos proyectos para invertir, estaban los fondos de pensiones que habían estado invirtiendo en instrumentos de deuda pública desde hacía muchos años; por su parte, el Estado estaba experimentando un superávit fiscal. Los fondos de pensiones seguían creciendo y no tenían donde colocar sus recursos. Todos los proyectos de inversión eran más bien financiados con fondos externos en lugar de con ahorro previsional. Al mismo tiempo que había exceso de financiamiento por todos lados, había también un problema cambiario complejo que abordar. La solución era bastante obvia, permitirle a los fondos de pensiones financiar proyectos de empresas privadas. El problema práctico era cómo impedir que las empresas privadas se robaran la plata, ya que la práctica habitual había sido exactamente esa, una práctica habitual que ni siquiera era mal vista socialmente.

Uno de los indicadores utilizados para medir el grado de control de las decisiones del directorio fue el “premio por control”, es decir, la diferencia entre el valor de las acciones cuando están en un paquete que permite controlar y aquellas que son más bien de accionistas minoritarios. A comienzos de los noventa, en general, el premio por control en Chile era elevado, al igual que en muchos otros países de América Latina.

Se envió un proyecto de ley al Congreso para tratar de evitar que quienes aportaban ahorros pudieran ser víctimas de una violación de sus derechos de propiedad. Desde mi punto de vista, la definición práctica de GC fue la de la defensa de los derechos de propiedad de quienes no son los administradores o controladores. Se trataba pues de un conflicto entre los derechos de propiedad de quienes administran o tienen el control y los derechos de propiedad de quienes no lo tienen. En general, los temas de propiedad son políticamente complicados de tratar y de administrar por las instituciones.

Por tanto, se preparó un primer proyecto de ley llamado *Reforma de Mercados de Capitales I*, que fue enviado al Congreso en 1993. Este permitía que los fondos de pensiones tuvieran la posibilidad de comprar acciones, así como títulos de deuda pública emitidos por esas empresas que se comportaran de acuerdo a un cierto formato que garantizara el buen GC. El Congreso suavizó mucho los aspectos de contenido, ya que se entendía que si se regulaba la capacidad de extracción de renta de la propiedad y control de empresas, se estaría atentando contra la propiedad privada que es una garantía constitucional. Es muy difícil convencer a las

distintas instancias, cuando no hay práctica en estos temas, de que esas son normas que están defendiendo los derechos de propiedad de los no controladores.

Ante la evidente debilidad de este proyecto de ley, se pensó en una reforma del mercado de capitales que pretendía reforzar los elementos del GC, con el fin de evitar que efectivamente los inversionistas institucionales, ligados al sistema de pensiones, siguieran siendo expropiados como lo estaban siendo. Lo más eficaz finalmente fue un escándalo con la empresa Enersis y Endesa, España y la venta de una empresa que evidentemente expropió a los accionistas minoritarios. Algunos accionistas se rebelaron frente a esta operación y según la revista *The Economist* fue la primera revuelta de accionistas que hubo en América Latina. Yo creo que este suceso marcó un antes y un después, ya que lo que quedó claro es que, en realidad, los proyectos de GC intentan regular los derechos de propiedad de los accionistas mayoritarios así como de los minoritarios, que no son menores. Otro derecho de propiedad que también estaba presente y que era vulnerable era el problema de agencia; cuando los ejecutivos manejan la empresa para su propio beneficio y no para el de los dueños.

Sólo después de este escándalo considerado masivo, que involucró a los fondos de pensiones y a las compañías de seguros, fue posible mandar finalmente un proyecto de ley de GC y de OPAs *tendered offers* para la compra y venta de acciones. Con esto pudimos seguir la tradición de los países más desarrollados, que han avanzado en el mejoramiento de sus leyes e instituciones vinculadas a la GC, después de una crisis y escándalos. Eso es lo que más motiva a la clase política a moverse para reducir los derechos al abuso de los controladores respecto de los derechos de propiedad de los no controladores.

Visto así hay una definición que, si bien puede no estar en la literatura, es muy práctica para saber calibrar de mejor manera qué son las GC. En el momento en que la definición se basa en el respeto de los derechos de propiedad, se puede hacer el paralelo que se menciona en el texto, entre lo que son, por ejemplo, las democracias políticas y las instituciones de buen GC. En una democracia bien constituida, normalmente la mayoría toma el control del gobierno político y tiene derecho a llevar al país hacia el proyecto que se desea y aplicar un programa. Al hacer esto tienen el deber de respetar los derechos básicos, constitucionales de todos y cada uno de los ciudadanos. Cuando no lo hacen, normalmente es por una falla de la gobernabilidad democrática. Para poder hacer lo que se requiere se debe, primero rendir cuentas permanentemente; segundo, debe haber otros con intereses opuestos que estén vigilando, que es la oposición, la minoría que tiene la posibilidad de fiscalizar a la mayoría, normalmente a través de alguna de las Cámaras; tercero, debe haber la transparencia y la revelación (*transparency and disclosure*) permanente necesarias en el proceso de los gobiernos democráticos; y, finalmente, la sanción cuando no se respetan los derechos básicos, lo que puede llevar incluso a una moción de censura o *impeachment* del gobierno de turno.

Me parece que esas características son también propias de la GC. De quién tiene el control o el poder, del accionista minoritario o del gerente en las empresas de propiedad muy difusa, o en el caso del sistema financiero, donde siempre la administración de propiedad de terceros es un problema –de los bancos, del mercado de capitales, de las compañías de seguro, y obviamente de los mercados bursátiles–, debido a que grupos mayoritarios administran patrimonios de terceros, de los accionistas minoritarios, de cómo se administre este patrimonio de terceros en beneficio de ellos, respetando los derechos de propiedad y por ende no expropiándolos. Los países que tienen éxito en hacerlo son aquellos que logran generar la

confianza para un mejor desarrollo del mercado de capitales, un mejor desarrollo del sistema bancario, etc.

En ese sentido, valoro muchos aspectos que están tratados en el artículo, pero hay otros que echo de menos. Por ejemplo, echo de menos lo referido al tema del “premio por control”, ya que es la mejor forma de decidir por qué una acción controladora vale más que un no-controlador, esto debido a que el valor presente de tener control es más rentable. Significa que puede extraer renta que el minoritario no puede extraer; ya que normalmente el diferencial de precio debería ser bastante menor del que se observa. Este es un tema que tengo la impresión no fue tratado en el artículo ni tampoco en la literatura que lo respalda.

En este sentido, eché de menos los trabajos de Joseph Stiglitz sobre este tema, por ejemplo *Whither Socialism*.⁴ Stiglitz cuando era el economista jefe del Banco Mundial le decía a los países en transición de socialismo hacía economías de mercado, que la construcción de un mercado requiere también de la construcción de instituciones y que el elemento central de las instituciones, para que funcione la economía de mercado, es tener un buen GC evitando así el llamado *tunneling* –hacer un túnel al interior de las empresas para desguazarlas, para extraerles todos sus activos y, obviamente, el controlador terminar teniendo un beneficio muy superior al de su socio. Cuando esto ocurre o se tiene la sospecha de que ha ocurrido, lo más probable es que ese controlador no pueda encontrar un socio, lo que significa que sus posibilidades de financiamiento serán por deuda y las empresas que se financian más por deuda que por capital son mucho más vulnerables, generándose con ello un círculo vicioso que, en otros casos, podría ser círculos virtuosos.

En el caso de Chile, el punto de partida no fue un escándalo sino la necesidad de darle acceso a los fondos de pensiones para financiar empresas. El hecho de permitirlo y las fallas de GC que se generaron provocaron el escándalo. Cuando se quiso legislar fue muy complejo por muchas razones; una de ellas, tratada en el artículo pero que me gustaría que se profundizara, es el tema de los sistemas judiciales, la instancia donde finalmente se lleva un conflicto, dónde se dirime, si hay un abuso de derecho de parte del controlador quién es el que administra la empresa –y tiene todo el derecho de hacerlo– pero sin vulnerar los derechos de los minoritarios. El grupo controlador tiene derecho a pensar cuál es el sentido estratégico que le quiere dar a la empresa, pero no sobre la base de expropiar a los socios.

Un problema es que el sistema de justicia es fundamental para dirimir los casos de abuso de derecho porque entran en conflicto los derechos de uno respecto de los derechos del otro. En este sentido, es central la diferencia entre la tradición anglosajona en materia del poder judicial y los sistemas judiciales que provienen del sistema napoleónico, tradición de la mayoría de los países de América Latina. En el sistema anglosajón, los juicios los dirime un jurado, y el jurado son personas comunes y corrientes a las que hay que convencer de quién tiene la razón. Por tanto, estas personas van a tener la tendencia, cuando están viendo por primera vez un caso, de determinar en caso de un abuso flagrante si una de las partes es culpable. Cuando los negocios se arman buscando expropiar a los socios, basta comprobar que uno tiene una rentabilidad diferente de la de los socios para probar el caso. En nuestros países,

⁴ Hay otro libro de Schmuckler que tiene el mismo título pero que es un parafraseo del libro de Stiglitz.

si la ley lo permite, yo puedo robar a mis socios, porque los derechos se fallan de una forma muy distinta. Es como el sistema de los impuestos: si la ley me permite evadir impuestos, yo puedo evadir impuestos y no me pueden meter preso porque la ley me lo permite.

Por tanto, la única manera de superar estos problemas es sobre la base de la experiencia. Es un camino largo pero los países más desarrollados lo recorrieron. En EE.UU. existía el *cronic capitalism* en el siglo XIX. Está la literatura de Bradford y de Long, que yo recomiendo también incluir, historiador económico muy conocido de EE.UU. Una de las historias más interesantes es la de J.P. Morgan en el siglo XIX, en pleno *cronic capitalism*, del amiguismo, de favorecer a los amigos y a uno mismo en desmedro de los demás. El señor J.P. Morgan, que tenía un banco, decidió que le prestaría plata solamente a las empresas que siguieran el código de buenas prácticas que el banco tenía. Resulta que su banco logró atraer una cantidad de depositantes que le permitió finalmente dominar el mercado, ya que era una manera de defender los derechos de propiedad del que realmente ahorra –que es el depositante en el caso de los bancos–, el afiliado –en el caso de las fondos de pensiones–, el asegurado –en el caso de las compañías de seguros–, el accionista minoritario o los socios no controladores –en el caso del mercado bursátil. No se defendía al dueño del banco, al dueño de la plata que prestan los bancos, ni al dueño de la AFP, el dueño de la plata que colocan los fondos de pensión. Por tanto, cuando se defienden los derechos de propiedad, no se defienden los derechos de propiedad de los intermediarios, sino los derechos de propiedad de los que ahorran. Esta ha sido la historia en las economías más desarrolladas, que desarrollaron más tempranamente su mercado de capital. Esto es bueno y malo a la vez, porque cuando tienen un buen GC –como creo que lo tiene EE.UU. que creo es el mejor de todos y desde hace muchos años– la sociedad confía plenamente que su propiedad va a estar bien protegida y por tanto la propiedad es mucho más difundida. En los casos de Enron, Andersen, Worldcom, etc. había demasiada gente involucrada, lo que hizo más complicada la situación. En nuestros países, sería imposible que esto sucediera ya que tenemos la tendencia a sospechar de por dónde nos van a robar. Entonces, no siempre es bueno tener tanta confianza; creo que es parte del problema que actualmente tiene EE.UU., un exceso de confianza de todo el mundo en que las cosas funcionan bien.

Como ya dije, la discusión en el Congreso de los temas de propiedad privada es un tema muy complejo de discutir, especialmente cómo regular los derechos de propiedad que es, en el fondo, lo que cubren este tipo de leyes. Los argumentos son complejos, no son fáciles. Un empresario que controla una empresa dice: “Miren, si ustedes aprueban eso me van a expropiar el premio por control, de eso se trata precisamente, claro, pero yo compré las acciones a un precio con premio por control, por tanto yo no soy el abusador”. Finalmente, la ley se aprobó pero entraba en vigencia después de dos años, con lo que se resolvió el problema de propiedad. Sin duda el escándalo ayudó a que se aprobara, de otra forma, tal vez no habría sido posible legislar. Esto no quiere decir que haya que tener escándalos para avanzar, pero es mucho más difícil aprender de la experiencia ajena. Aunque en este tipo de proyectos y foros es bueno poder conocer otras experiencias y documentar los casos que provocan más escándalo. Esto no es algo que haya visto en la literatura pero existe en todos nuestros países. Una situación grave es cuando se roba y no hay escándalo, y además al que roba a un socio le dan el premio de empresario del año. La meta a la cual hay que llegar es una en la cual todos los copropietarios tienen un beneficio de acuerdo a la proporción de su participación en la propiedad.

En la parte de las definiciones, yo incluiría una definición un poco más práctica que permite llevar el tema de mejor manera. Creo que el artículo está hecho de una manera útil para el desarrollo de la evaluación de instituciones. La parte de los problemas de agencia y de información asimétrica está particularmente bien tratada, aunque eché de menos nuevamente la referencia a Stiglitz en información asimétrica, que mal que mal es el creador del concepto. El problema de la GC es más grave o más urgente de abordar en el caso de los intermediarios financieros. O sea, no es sólo un problema de los accionistas y de los dueños de empresas sino que en general la administración del patrimonio de terceros, por tanto el problema del GC en un banco, es aun de mayor urgencia que revisar el de una compañía de seguro, o los sistemas de pensiones que son de capitalización individual y administrados por privados.

La parte de la inversión extranjera que está mejor tratada es la de los ADR. En realidad encontré un poco forzado el capítulo de inversión extranjera y la GC. Se buscó una relación que aparece obligada, cuando en realidad la impresión que tengo es que sólo tiene que ver cuando se trata de inversión extranjera no-controladora, como en el caso de inversión de cartera o de los ADR. Cuando es inversión extranjera controladora no hay ninguna razón a priori por la cual los inversionistas extranjeros estén buscando buen GC, al contrario. El tercer inversionista más importante en Chile son las Islas Caimán, no porque tengan muchas empresas sino porque hacen un pivote en un paraíso regulatorio y fiscal, de manera precisamente que puedan ser controlados. Creo que ese es el caso de muchos países en que la inversión extranjera está muy concentrada en la explotación de recursos naturales. Yo no sé cuál sea el caso de los países que tienen inversión extranjera más en industrias manufactureras.

En relación a los bancos, en la ley aprobada en 1996, una de las cosas más difíciles fue que estábamos dándole trato nacional a las inversiones extranjeras en el sistema bancario. O sea que, para tener una licencia bancaria, se les pedía los mismos requisitos que a un nacional, salvo que la matriz desde la cual se hacía la inversión estuviera en un país que diera garantías regulatorias, y esto no gustaba porque preferían invertir desde paraísos fiscales. Problema que actualmente tiene Luxemburgo, a quien la Unión Europea acusa de ser un antro que protege el lavado de dinero, a los evasores de impuestos y también a los que cometen fallas de GC. Entonces, en ese capítulo, me parece que más bien quienes hacen Greenfield Investment, inversión extranjera para gestionar la empresa, no están necesariamente buscando un GC bueno ni malo.

Algunos comentarios finales

- La vigilancia de la sociedad, que es el tema de los escándalos, es fundamental. Sin la vigilancia de la sociedad, aunque tengamos las mejores leyes, la opacidad se va a imponer.
- En la parte de la inversión extranjera directa se tiende a confundir gestión con GC –esa es la parte que yo encontré un poco forzada. La parte de GC es la defensa de los derechos de propiedad de los socios, de los stakeholders, no es la gestión misma del propio controlador, el tema de la corrupción y ese tipo de temas que, obviamente, deberían estar en otra parte.
- El problema de la estructura de financiamiento de las empresas es un tema que es un puzzle para los economistas. Con el teorema de Modigliani-Miller en ausencia de

riesgo, da lo mismo cómo se financia la estructura de la empresa porque los dueños de las empresas son inversionistas ricardianos –siempre van a compensar en su propio portafolio lo que haga la empresa– excepto cuando hay beneficios tributarios que lo llevan a una solución de esquina, en el caso de la empresa. No hay ninguna empresa que se porte como anticipa el teorema de Modigliani-Miller, porque hay riesgo y, especialmente, porque hay un problema de confianza o desconfianza de los socios potenciales. Y, cuando se introducen en un modelo los temas de riesgo –la posibilidad de que haya quiebras, etc.– se llega a estructuras de financiamiento que son más cercanas a la realidad y los modelos pierden toda intuición porque se convierten en un tema matemático.

- Al final, la estructura de financiamiento está mucho mejor desarrollada en la literatura, desde el punto de vista de los MBA, de gente que es más práctica que teórica. Hay herramientas como el *Project Financing* y otras de este tipo que sirven para darle garantías a quienes van a participar del financiamiento de un proyecto. Otra forma de ver el tema de financiamiento es a través de aquellos que no son capaces de financiarse por este tipo de mecanismos, para lo cual una solución es la deuda con garantía o el financiamiento por reinversión de utilidades, ya que ahí no se requiere de socios. Me gustaría que se ampliara la revisión de la literatura sobre el tema de la estructura de financiamiento de las empresas que, si bien el artículo dice que es abundante, no da muchas luces respecto de cuáles son las conclusiones de esa literatura, y cuáles las recomendaciones.

Capítulo III

GOBIERNO CORPORATIVO Y MERCADOS FINANCIEROS EN LA OCDE Y AMÉRICA LATINA: LECCIONES PARA LOS CAMBIOS REGULATORIOS DESPUÉS DE LA CRISIS FINANCIERA

*Florencio López-de-Silanes**

A. LOS MERCADOS DE CAPITALES Y LA CRISIS FINANCIERA DE 2008

La crisis financiera global de 2008 ha impulsado una serie de reformas y cambios de política sin precedentes en el último medio siglo. En todos los países industrializados los gobiernos han recurrido a herramientas de intervención que no habían utilizado durante décadas. Algunas de estas intervenciones ya han generado un control estatal importante en instituciones de intermediación financiera, y las conversaciones y medidas iniciales adoptadas sugieren que los mercados e instituciones financieras serán objeto de fuertes regulaciones en los próximos meses. El impacto de la crisis se ha sentido fuertemente, tanto en los países desarrollados como en desarrollo, lo que ha llevado a algunos a aclamar el fin de la era reciente de capitalismo sostenido por mercados libres. Son muchos los que abogan por una mayor intervención del gobierno. En el momento actual puede ocurrir que la regulación vaya demasiado lejos y deje cambios e intervenciones difíciles de eliminar que perduren por décadas.

En este contexto, el propósito del presente documento es mirar atrás y analizar la regulación de los mercados financieros y su evolución en los últimos 20 años. La evidencia comparativa del desarrollo alcanzado por algunas economías capitalistas en este período debería ayudarnos a tener una mejor perspectiva. Así, en este documento se analiza lo que muestra la evidencia sobre las posiciones exitosas y las no exitosas de la regulación de los mercados financieros en los países desarrollados y en desarrollo, con especial atención a América Latina y los países de la OCDE. Por supuesto, actualmente se evocan muchas esferas de la reforma del sector financiero. Por lo mismo, en este documento nos limitaremos a analizar el área de gobernanza corporativo (GC) y su aplicación. Dicho análisis nos ayuda a entender las diferencias en los sistemas de regulación de los países industrializados y las economías emergentes, y a extraer lecciones del impacto que algunas reformas que se están analizando actualmente pueden tener en muchos países como respuesta a la crisis.

Si bien la actual crisis tiene una mayor magnitud, no es la primera crisis financiera de dimensiones globales y con consecuencias que trascienden fronteras. En los últimos 15 años ya se produjeron una serie de *shocks* corporativos, como la crisis financiera del Asia Oriental

* Edhec Business School y NBER.

y Rusia y los escándalos de GC en los países de la OCDE. La pasada ola de *shocks* llevó a una serie de reformas relacionadas con el GC dirigidas principalmente a empresas de sectores industriales. El ritmo de las reformas no ha sido el mismo en todos los países. Si bien algunos países de la OCDE emprendieron muchas reformas, no todos ellos siguieron ese esfuerzo. América Latina presenta el mismo patrón, algunos países, como México, Chile y Brasil emprendieron reformas, pero el resto de la región no ha acelerado significativamente el paso de reformas institucionales en los mercados financieros. Esto ha hecho que las empresas de muchos de los países en la región tengan problemas para atraer capital en un mercado cada vez más competitivo y global, en un momento de competencia feroz por la obtención de recursos debido a la escasez de capital causada por la crisis financiera.

En los gráficos III.1 a III.4 se ilustra la evolución comparativa de los mercados financieros en varias regiones del mundo de 1990 a 2007, justo antes que la actual crisis financiera empeorara. En los gráficos III.1 y III.2 se aprecia que los mercados de capitales de la mayoría de los países de la OCDE se han desarrollado sustancialmente en los últimos 20 años. La capitalización total de mercado en esta región se incrementó de un valor medio del 51% del PIB en 1997 a más del 123% en 2007. Estos países representan la mayor parte de los mercados de capitales del mundo y, por tanto, lideran el promedio mundial de capitalización de mercado. En el gráfico III.2 se presenta una fuente adicional de información que fortalece la idea de que los mercados de capitales de la OCDE no solo han aumentado en valor sino también en profundidad. El número de empresas locales que cotizan en bolsa por millón de personas en la región se ha incrementado casi un 40% pasando de 20 empresas por millón de personas en 1990 a 28 empresas a finales de 2007. El incremento en el mundo en su conjunto ha sido similar. Los dos gráficos antes mencionados sugieren que los países de la OCDE, o al menos algunos, pueden haber aplicado una serie de políticas que han impulsado la expansión de sus mercados.

En contraste con los países de la OCDE, en los gráficos III.1 y III.2 se observa que los mercados de América Latina han registrado un desempeño menor en los últimos 20 años. Aunque sigue estando muy a la zaga de la mayoría de los países del mundo, la región parece haber avanzado algo en términos de capitalización de mercado como proporción del producto nacional bruto (PNB) en los últimos dos años (gráfico III.1). La capitalización de mercado se incrementó alcanzando un valor superior al 70% en el apogeo del mercado en 2007. Pero si se analiza más detenidamente el gráfico III.2, se observa que la mayor parte del reciente incremento no se debe a la entrada de más empresas al mercado, sino a que algunas grandes empresas en países como México, Chile y Brasil están capturando el mercado. El número de empresas por millón de personas muestra en promedio una disminución de 4,6 empresas por millón de personas en 1990 a sólo 2,9 empresas en 2007.

Los gráficos III.3 y III.4 complementan la imagen del escaso desarrollo de los mercados de capitales en la mayoría de los países de América Latina cuando se le compara con las demás regiones del mundo, al margen de los países de alto ingreso de la OCDE. Como muestran estos gráficos, América Latina está entre las dos regiones con menor desarrollo de mercados de capitales desde 1990. En el gráfico III.3 se puede apreciar que, sin contar 2006 y 2007, la capitalización del mercado de América Latina en relación con el PIB ha mostrado uno de los ritmos de crecimiento más lentos. En el gráfico III.4 se muestra mejor esta evolución: sólo en dos regiones en el mundo el número de empresas por millón de personas disminuyó en los últimos 20 años: el África subsahariana y América Latina.

Gráfico III.1

LA CAPITALIZACIÓN DEL MERCADO DE VALORES SOBRE PRODUCTOS DOMÉSTICOS BRUTOS EN PAÍSES DE ALTO INGRESO DE LA OCDE Y AMÉRICA LATINA.

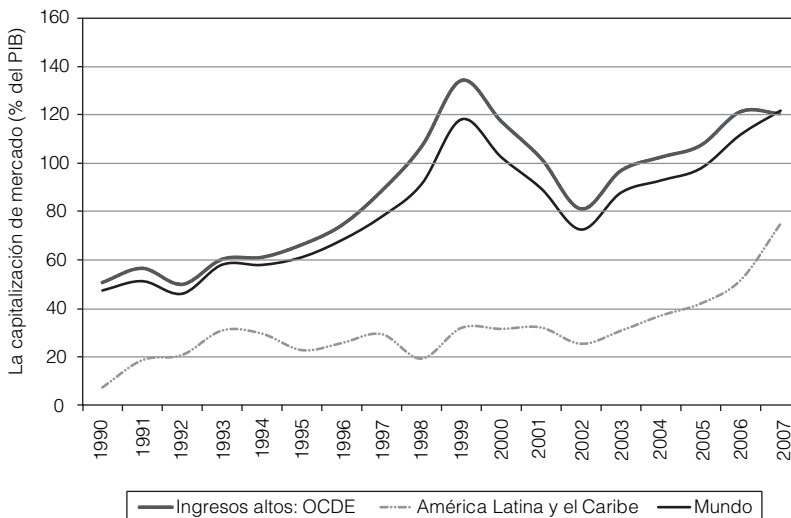


Gráfico III.2

LA CAPITALIZACIÓN DEL MERCADO DE VALORES SOBRE PRODUCTOS DOMÉSTICOS BRUTOS EN TODOS LOS PAÍSES EN OTRAS REGIONES MENOS AQUELLAS DE ALTO INGRESO DE LA OCDE

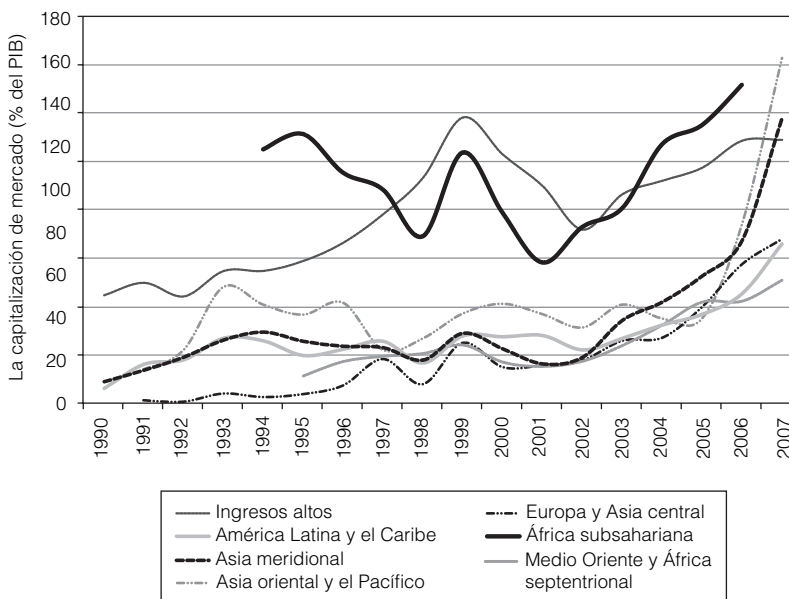


Gráfico III.3
COMPAÑÍAS DOMÉSTICAS LISTADAS EN LA BOLSA DE VALORES POR UN MILLÓN DE HABITANTES EN LOS PAÍSES DE ALTO INGRESO DE LA OCDE Y AMÉRICA LATINA

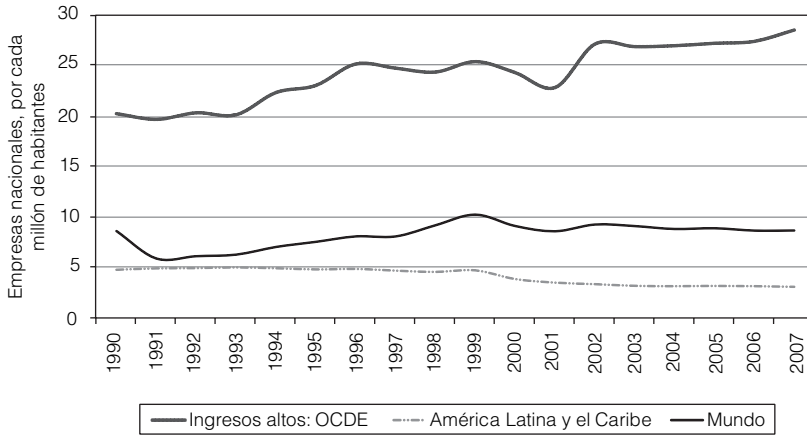
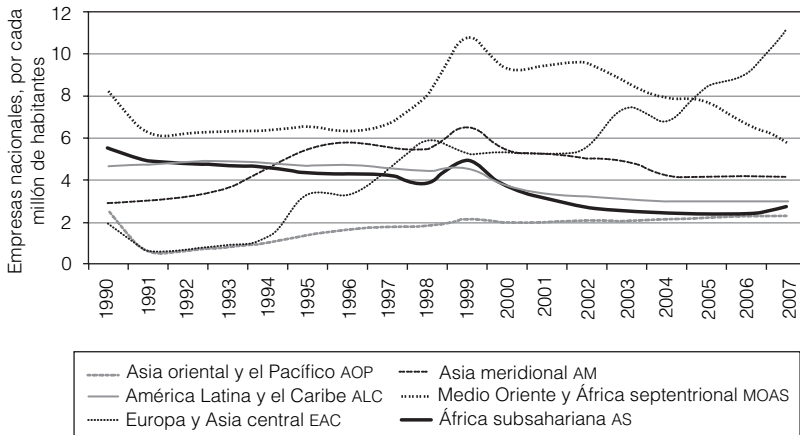


Gráfico III.4
COMPAÑÍAS DOMÉSTICAS LISTADAS EN LA BOLSA DE VALORES POR UN MILLÓN DE HABITANTES EN PAÍSES EN TODAS LAS REGIONES MENOS AQUELLOS DE ALTO INGRESO DE LA OCDE



Se puede decir que la mayoría de los mercados de capitales en América Latina se han quedado rezagados respecto al resto del mundo y, ciertamente, de la mayoría de los países de la OCDE. Las simples estadísticas de los gráficos muestran que la mayoría de la región está muy alejada no sólo de los países desarrollados, lo cual podría explicarse por razones clásicas ligadas al desarrollo, sino también de otros mercados emergentes y países menos adelantados en mate-

ria económica. Con la excepción de Chile, México durante algunos periodos, y recientemente Brasil, en las dos últimas décadas ha habido escaso dinamismo en los mercados de la región.

Para entender estas tendencias y extraer lecciones para la futura regulación después de la crisis de 2008, en este documento se presta especial atención a las instituciones necesarias para apoyar amplios mercados de capitales a través de un análisis de la evidencia empírica que vincula las instituciones jurídicas y el desarrollo de los mercados financieros. En concreto, el objetivo es explicar por qué se producen esas grandes diferencias en el tamaño, la amplitud y la valoración de los mercados de capitales. Este análisis también nos permite entender las diferencias entre países dentro de la propia región, caracterizando la evolución regulatoria e institucional en diferentes naciones latinoamericanas.

Según el teorema Modigliani-Miller, que ancla el valor de los títulos en los flujos de caja a los inversionistas, el tamaño de los mercados de capitales debería ser proporcional al PNB. Por tanto, con el fin de explicar las grandes discrepancias que existen en el tamaño de los mercados financieros de los países con PNB similar mostrados en los gráficos, se precisa un marco que reconozca que los valores son más que los flujos de caja que representan, ya que facultan a los inversionistas a ejercer ciertos derechos. La separación entre propiedad y control y la incorporación de los costos de agencia dentro de un modelo más completo tienen un mayor efecto en el tamaño de los mercados de capitales. En un marco de posible expropiación de los inversionistas minoritarios, la ley y su aplicación se convierten en elementos clave que ayudan a explicar por qué algunos países tienen mercados de capitales mucho más grandes que otros. Esta teoría legal predice mercados de capitales más grandes en países donde los costos de agencia se ven frenados por la ley y las instituciones creadas para apoyar su aplicación. En definitiva, el problema de la mala GC es su efecto negativo en las empresas.

En este trabajo se desarrolla el enfoque jurídico de la GC y se analiza su evidencia durante las dos últimas décadas. En la sección 2 se realiza un análisis comparativo de varias medidas jurídicas y de aplicación recogidas en la literatura, prestando especial atención a las diferencias entre los países de la OCDE y América Latina. La sección 3 complementa la sección anterior con un análisis de la evidencia que vincula la protección del inversionista y varias medidas del desarrollo de los mercados de capitales. Esta evidencia ayuda a explicar los patrones observados en las cifras anteriores. En la sección 4 se analiza qué aspectos o partes de la regulación de los mercados de capitales están al parecer más estrechamente relacionados con su desarrollo. Esa sección se centra en el candente debate que se mantiene en la actualidad sobre los méritos relativos de los mecanismos de aplicación públicos frente a los privados. Por último, en la sección 5 se utiliza esta evidencia para extraer algunas conclusiones y sugerencias sobre los desafíos actuales de la re-regulación de los mercados e instituciones financieras tras la crisis financiera global de 2008.

B. LOS MERCADOS DE CAPITALES Y LA GOBERNANZA CORPORATIVA

1. Las reformas al derecho corporativo en los últimos 15 años

Las diferentes condiciones macroeconómicas y políticas pueden explicar las grandes diferencias en el tamaño de los mercados financieros que muestran los datos presentados. El enfoque jurídico de la GC puede complementar estas teorías y ayudar a explicar por qué algunos países

tienen mercados de capitales mucho más grandes que otros como resultado de los distintos niveles de protección del inversionista. Por ejemplo, un accionista de México o Bolivia no solo tiene distintos derechos de otro del Reino Unido o de los Estados Unidos, sino que también sus posibilidades de obtener reparación son significativamente menores. De hecho, el modelo de agencia predice mercados de capitales más grandes en países donde los costos de agencia son controlados por la ley y las instituciones creadas para apoyar su aplicación. La Porta *et al.* (1997-1998) fueron los primeros en evaluar sistemáticamente los derechos jurídicos de los inversionistas y su aplicación. Esos artículos analizaban la regulación de la protección del inversionista en una muestra representativa de los 49 países del mundo que tenían por lo menos cinco empresas locales que operaban en el mercado y cotizaban en bolsa en 1995. Los resultados muestran, y la literatura posterior así lo ha confirmado, que existen diferencias significativas entre las leyes corporativas de los distintos países.

Para entender la situación de los inversionistas minoritarios, resulta útil prestar especial atención a las reglas básicas que los académicos y los profesionales consideran esenciales y que se asocian a una mejor GC. En una empresa, los accionistas tienen derechos residuales sobre los flujos de caja, después de que se proceda al pago de todos los demás reclamantes. El derecho a voto del accionista es su principal fuente de poder para tratar de garantizar que recibirá algunos flujos de caja. Este derecho a voto se ejerce principalmente en la reunión de accionistas para elegir directores y adoptar las principales decisiones. Votar ayuda a garantizar a los accionistas que la gestión canalizará hacia ellos los flujos de caja de la empresa, sobre todo a través de dividendos, y limita las posibilidades de que los administradores desvíen los fondos para elevar su remuneración, realizar malas adquisiciones o adoptar otras medidas que no necesariamente velan por los intereses de los accionistas. Por ello, los derechos de voto y los derechos que apoyan mecanismos de votación son aspectos clave en la protección de los inversionistas.¹

Algunos de estos mecanismos clave de protección de los derechos de los accionistas se recopilan en el trabajo de La Porta *et al.* (1998). En el cuadro III.1 se presenta información sobre los derechos de los accionistas a mediados de los años noventa en 49 países; posteriormente López-de-Silanes (2003) incluyó 10 países de América Latina. Las primeras seis columnas del cuadro muestran seis derechos clave de los accionistas mientras que la última columna simplemente los agrega para crear un índice general de protección de los accionistas, denominado “derechos antidirector”. Estas medidas fueron codificadas según el código comercial y/o las leyes corporativas de cada país, por lo que la mayoría se refieren a los derechos de los inversionistas de todas las empresas y no sólo de aquellas que cotizan en bolsa.

Se dispone de datos para 59 países. Al final del cuadro figuran los promedios mundiales calculados dando el mismo peso a todos los países de la muestra. El país promedio en el mundo tiene 2,80 puntos de un máximo de 6,0 puntos. Entre los derechos menos comunes en el mundo cabe destacar los que permiten a los accionistas votar por correo (17% de los países) y el voto acumulativo o los mecanismos de representación proporcional de accionistas en la junta de directores (29% de los países). Casi la mitad de los países del mundo no bloquean acciones antes de las reuniones, tienen derechos preferenciales y un mecanismo de

¹ Los inversionistas institucionales y los analistas que preparan información sobre GC de las empresas prestan especial atención a este tipo de medidas y las consideran importantes mecanismos para controlar a las empresas y garantizar el flujo de beneficios.

Cuadro III.1
PROTECCIÓN DE ACCIONISTAS EN LOS AÑOS NOVENTA

Este cuadro muestra los datos detallados para una submuestra de todos los países disponibles. El Panel A incluye los datos para países de alto ingreso de la OCDE con datos disponibles. El Panel B incluye los datos para los 17 países latinoamericanos con datos disponibles. Datos disponibles para un total de 59 países. Las definiciones para cada variable aparecen en el apéndice A.

País	Proxy por correo	Acciones no bloqueadas	Votación acumulativa/ Representación proporcional	Re-convocar REA	% capital para convocar REA	Derecho preventivo	Minoritarios oprimidos	Derechos Antidirectores	
								Derechos	Antidirectores
Panel A: Derechos de accionistas en los países de la OCDE									
Australia	1	1	0	0	0,05	0	1	4	4
Austria	0	0	0	0	0,05	1	0	2	2
Bélgica	0	0	0	0	0,20	0	0	0	0
Canadá	1	1	1	1	0,05	0	1	5	5
Dinamarca	0	1	0	0	0,10	0	0	2	2
Finlandia	0	1	0	0	0,10	1	0	3	3
Francia	1	0	0	0	0,10	1	0	3	3
Alemania	0	0	0	0	0,05	0	0	1	1
Grecia	0	0	0	0	0,05	1	0	2	2
Irlanda	0	1	0	0	0,10	1	1	4	4
Italia	0	0	0	0	0,20	1	0	1	1
Japón	0	1	1	1	0,03	0	1	4	4
Países Bajos	0	0	0	0	0,10	1	0	2	2
Nueva Zelanda	1	1	0	0	0,05	0	1	4	4
Noruega	1	1	0	0	0,10	1	0	4	4

(Continúa en la página siguiente)

(Continuación cuadro III.1)

País	Proxy por correo	Acciones no bloqueadas	Votación acumulativa/ Re-presentación proporcional	% capital para convocar REA	Derecho preventivo	Minoritarios oprimidos	Derechos Antidirectores
Portugal	0	1	0	0,05	1	0	3
Corea del Sur	0	0	0	0,05	0	1	2
España	0	0	1	0,05	1	1	4
Suecia	0	1	0	0,10	1	0	3
Suiza	0	0	0	0,10	1	0	2
Reino Unido	1	1	0	0,10	1	1	5
Estados Unidos	1	1	1	0,10	0	1	5
Promedio OCDE	0,32	0,55	0,18	0,09	0,59	0,41	2,95
Panel B: Derechos de accionistas en los países latinoamericanos							
Argentina	0	0	1	0,05	1	1	4
Bolivia	0	0	0	0,20	1	0	1
Brasil	0	1	0	0,05	0	1	3
Chile	0	1	1	0,10	1	1	5
Colombia	0	1	1	0,25	1	0	3
Costa Rica	0	0	1	0,25	0	0	1
Republica Dominicana	0	1	0	0,25	0	1	3
Ecuador	0	0	0	0,25	1	0	1
El Salvador	0	0	0	0,05	0	0	1
Guatemala	0	0	1	0,25	0	0	1
Honduras	0	0	0	0,25	1	0	1

(Continúa en la página siguiente)

(Continuación cuadro III.1)

País	Proxy por correo	Acciones no bloqueadas	Votación acumulativa/ Re-presentación proporcional	% capital para convocar REA	Derecho preventivo	Minoritarios oprimidos	Derechos Antidirectores
México	0	0	0	0,33	1	0	1
Panamá	0	0	1	0,05	0	0	2
Paraguay	0	0	0	0,05	0	1	2
Perú	0	1	1	0,20	1	0	3
Uruguay	0	0	0	0,20	1	1	2
Venezuela	0	1	0	0,20	0	0	1
Promedio latinoamericano	0,00	0,35	0,41	0,18	0,53	0,35	2,06
Promedio mundial (59 países)	0,17	0,63	0,29	0,12	0,47	0,51	2,80

Fuentes de datos: La Porta *et al.* (1998) y López-de-Silanes (2003).

protección para la minoría oprimida que les permite exigir una reparación cuando se sienten perjudicados por decisiones mayoritarias. Por último, se exige un promedio del 12% del capital para poder convocar una reunión extraordinaria de accionistas y presentar una cuestión al resto de la asamblea.

En la parte A del cuadro se presentan las variables para los 22 países de altos ingresos de la OCDE, mientras que en la parte B figuran los derechos de los accionistas de los 17 países de América Latina incluidos en la muestra. En comparación con el promedio mundial, los países de la OCDE son los que más tienden a dar derechos de voto por correo a los accionistas, no bloquear acciones antes de las reuniones y conceder derechos preferenciales y mecanismos de protección para la minoría oprimida. La representación proporcional o el mecanismo de votación acumulativa para los asientos al directorio son la única variable en que los países de la OCDE están por debajo del promedio mundial, ya que el 19% reconoce este derecho frente al 29% del mundo en su conjunto. El promedio de capital necesario para convocar una reunión extraordinaria es del 9%, también inferior al promedio mundial. Esta variable señala algunas discrepancias en la protección de accionistas que existió en los años noventa en términos de derechos de los accionistas en los países de la OCDE. Al observar el resultado total de los derechos antidirector, se aprecia también que el promedio de los países de la OCDE, superior al promedio mundial, oculta algunas diferencias sustanciales en este grupo de países. Países como Bélgica, Italia y Alemania se encuentran al final de la clasificación, mientras que otros como Australia, Canadá, Noruega y el Reino Unido están a la cabeza. Como se explica en varios trabajos, algunas de estas diferencias se deben a las distintas tradiciones de los ordenamientos jurídicos basados en el derecho romano y el *common law* y que se asocian a diferentes derechos de los inversionistas.²

En la parte B se presentan las cifras de América Latina. Lo primero que se desprende de este cuadro es que el índice global de derechos antidirector de los países de América Latina (2,06) es significativamente inferior al del mundo y al de los países de la OCDE. Pese a haber un par de países con altos puntajes, en general, la mayoría de los países de la región tuvieron bajos índices de derechos de accionistas. América Latina sólo supera el promedio de estos dos grupos en representación proporcional en el directorio, y está marginalmente por encima del promedio mundial –pero no del promedio de la OCDE– en derechos preferenciales. En las demás variables los países de América Latina están muy rezagados con respecto al resto del mundo: ninguno de ellos permitía votar por correo; casi dos tercios bloquearon las acciones antes de las reuniones o carecían de un mecanismo de protección para la minoría oprimida; y el porcentaje medio para convocar una reunión extraordinaria era un desproporcionado 18%, el doble que en los países de la OCDE.

El mensaje que se desprende del cuadro III.1 es que la protección de los accionistas en los países de la OCDE y en el mundo fue significativamente mayor que la ofrecida por las leyes de la mayoría de los países de América Latina a mediados de los noventa. Es cierto que la ley teórica sólo es un elemento de la protección del inversionista y que la aplicación de la ley es también esencial. Pero en lo que a protección ofrecida por leyes corporativas se refiere, a mediados de los noventa América Latina quedó rezagada respecto del resto del mundo, mientras que los países de la OCDE registraron un promedio ligeramente superior al promedio mundial.

² Véase La Porta *et al.* (2008).

Las cifras del cuadro III.1 también ayudan a entender los escándalos relacionados con el GC que se han producido en los últimos 12 años, tanto en países desarrollados como en desarrollo. Tras los primeros escándalos de GC en Asia Oriental, se produjo rápidamente la crisis rusa y la ola de malas prácticas de gobernanza de Enron, Worldcom y Parmalat en los Estados Unidos y Europa. Estos casos hicieron que la protección del inversionista pasara a los titulares de las noticias y se incluyera en la agenda política de muchos países. Ha pasado ya una década de reformas de GC desde que se calcularon los índices de protección del accionista presentados en el cuadro III.1. Por eso, para tener una visión completa de la situación actual en cuanto a protección de los accionistas es importante analizar la evolución reciente en ese ámbito en la OCDE, América Latina y el mundo. El análisis de la evolución de la GC y sus enseñanzas no debería limitarse a las leyes corporativas, sino que también debería centrarse en otras regulaciones tales como las leyes sobre valores y su aplicación, con el fin de obtener una visión completa. El resto de esta sección se dedica a esa tarea.

Los escándalos de los últimos años explican también la importancia que la reforma de la GC ha tenido en la agenda política de muchos países de la OCDE. Para analizar el contenido de los cambios impulsados por las reformas llevadas a cabo en la región es esencial examinar los derechos de los accionistas contemplados en las nuevas normas. En primer lugar, se analiza la evolución de los derechos de los accionistas que figuran en el cuadro III.1. Djankov *et al.* (2008) recalcularon esas cifras una década después. En el cuadro III.2 se presentan los resultados de esos cálculos para la muestra de países de la OCDE y de América Latina y el promedio mundial. La muestra de países incluida en este estudio aumentó de 49 a 72 países, que hoy representan más del 99% de la capitalización de mercado mundial.³

La definición de las variables de los cuadros III.1 y III.2 difiere ligeramente (véase el apéndice A), por lo que deberíamos evitar establecer comparaciones entre componentes individuales del índice de derechos de los accionistas. Así pues, es mejor comparar el nivel general de derechos antidirector. En el cuadro III.2 se observa que el nivel de protección del inversionista correspondiente al promedio mundial se incrementó de 2,80 a 3,37 puntos en la escala de derechos antidirector. Este incremento sigue la línea del argumento antes mencionado de que los escándalos de GC desencadenaron en general reformas jurídicas. Al igual que en el cuadro III.1, en la parte A del cuadro III.2 se presentan las cifras correspondientes a los países de altos ingresos de la OCDE. Además del avance en la mayoría de los países de la región, también se observa que algunos de los países que antes tenían una menor protección del inversionista, como Bélgica e Italia, así como otros países, entre ellos España y la República de Corea, emprendieron grandes reformas que redujeron las amplias diferencias que caracterizaron a este grupo en el cuadro III.1.

En la parte B se presentan los datos disponibles de 12 países de América Latina. Lo primero que se desprende de este cuadro es que América Latina sigue rezagada si se compara

³ Las medidas revisadas se basan en la misma dimensión básica de ley corporativa del índice anterior, pero las variables se definen con más precisión que en La Porta *et al.* (1998) y se eliminan las cláusulas de habilitación de la protección de los accionistas. Además, el nuevo índice se centra más en el impacto de la ley en las empresas que cotizan en bolsa cuando se aplican distintas normas a las empresas que cotizan en bolsa y a las que no lo hacen. Por todo ello, debemos ser cautelosos al comparar rigurosamente las variables específicas de los cuadros III.1 y III.2 ya que la definición de algunas variables de esos dos cuadros difiere ligeramente.

Cuadro III.2
DERECHOS DE ACCIONISTA EN 2005

Este cuadro muestra los datos para una submuestra de países. Los datos están disponibles para 72 países. Las definiciones para cada variable aparecen en el Apéndice A.

País	Voto por correo	Acciones no depositadas	Votación acumulativa	Minoritarios oprimidos	Derechos preventivos	Capital para convocar a una reunión	Índice Antidirector
Panel A: Derechos de los accionistas en los países de OCDE							
Australia	1	1	0	1	0	0,05	4,00
Austria	0	0	0	0,5	1	0,05	2,50
Bélgica	1	0	0	1	1	0,2	3,00
Canadá	1	1	0	1	0	0,05	4,00
Dinamarca	0	1	0	1	1	0,1	4,00
Finlandia	0	1	0	0,5	1	0,1	3,50
Francia	1	0	0	0,5	1	0,05	3,50
Alemania	1	0	0	0,5	1	0,05	3,50
Grecia	0	0	0	0	1	0,05	2,00
Islandia	0	1	1	0,5	1	0,1	4,50
Irlanda	1	1	0	1	1	0,1	5,00
Italia	0	0	0	0	1	0,1	2,00
Japón	1	1	1	0,5	0	0,03	4,50
Luxemburgo	0	0	1	0	1	0,2	2,00
Países Bajos	0	0	0	0,5	1	0,1	2,50
Nueva Zelanda	0	1	0	1	1	0,05	4,00
Noruega	0	1	0	0,5	1	0,05	3,50
Portugal	0	0	0	0,5	1	0,05	2,50

(Continúa en la página siguiente)

(Continuación cuadro III.2)

País	Voto por correo	Acciones no depositadas	Votación acumulativa	Minoritarios oprimidos	Derechos preventivos	Capital para convocar a una reunión	Índice Antidirector
Corea del Sur	1	0	1	0,5	1	0,03	4,50
España	1	0	1	1	1	0,05	5,00
Suecia	0	1	0	0,5	1	0,1	3,50
Suiza	0	0	0	1	1	0,1	3,00
Reino Unido	1	1	0	1	1	0,1	5,00
Estados Unidos	1	1	0	1	0	.	3,00
Promedio OCDE	0,46	0,50	0,21	0,65	0,83	0,08	3,52
Panel B: Derechos de los accionistas en los países latinoamericanos							
Argentina	0	0	0	0	1	0,05	2,00
Bolivia	0	0	0	1	1	0,2	2,00
Brasil	1	0	1	1	1	0,05	5,00
Chile	0	1	1	0	1	0,1	4,00
Colombia	0	1	1	0	1	0,2	3,00
Ecuador	0	1	0	0	1	0,25	2,00
El Salvador	0	0	0	0	1	0,05	2,00
México	0	1	0	0	1	0,1	3,00
Panamá	0	0	0	0	1	0,05	2,00
Perú	0	1	1	0,5	1	0,05	3,50
Uruguay	0	0	0	0	1	0,2	1,00
Venezuela	0	1	0	0	0	0,2	1,00
Promedio latinoamericano	0,08	0,50	0,33	0,21	0,92	0,13	2,54
Promedio mundial (72 países)	0,38	0,67	0,25	0,49	0,76	0,09	3,37

Fuente de datos: Djankov et al. (2008).

con el promedio mundial y el de los países de la OCDE. El promedio de los países de América Latina sigue estando un punto por debajo del de los otros dos grupos. El número de países de la parte B de los cuadros III.1 y III.2 es distinto debido a los datos disponibles, por lo que puede que la simple comparación de los promedios de estos dos grupos no sea correcta. De hecho, si sólo se tiene en cuenta el promedio de los 12 países de América Latina que aparecen en ambos cuadros, las cifras de la región son muy similares, incrementándose solo de 2,25 a 2,54 en una década.

Los pequeños cambios observados en la parte B se deben a que no se ha producido una modernización profunda del derecho corporativo, sino reformas parciales que no han modificado de manera significativa el marco de la protección del inversionista en la región. Chong *et al.* (2005) analizaron en detalle las reformas realizadas en los países más grandes de América Latina (Argentina, Brasil, Chile, Colombia, México y la República Bolivariana de Venezuela) en relación con las leyes corporativas y de valores. Sus análisis respaldan los patrones observados en los cuadros III.1 y III.2; ninguno de estos países aprobó nuevas leyes corporativas durante casi 30 años, mientras que sólo Brasil, Chile y Colombia aprobaron reformas parciales de sus regulaciones corporativas.

El análisis de la evolución del derecho corporativo en los países de la OCDE y de América Latina puede resumirse de la siguiente manera: en primer lugar, los datos muestran que se han producido algunos avances y se ha logrado una convergencia de las regulaciones de los países de altos ingresos de la OCDE en algunos derechos de los accionistas incorporados a las leyes corporativas. En segundo lugar, las mejoras en los países de América Latina son mucho más limitadas y existe un vacío general en cuanto a grandes reformas de la legislación corporativa. Por último, América Latina aún está rezagada en términos de protección del inversionista, no sólo si se compara con los países de la OCDE, sino también con el promedio mundial.

2. La legislación del mercado de valores

La reforma de la legislación corporativa exige un alto grado de voluntad política ya que, por lo general, la reforma del código comercial o de la ley corporativa ha de ser aprobada por el Congreso. Así pues, es comprensible que las realidades políticas de muchos países hayan podido plantear dificultades al gobierno para aprobar rápidas reformas en el ámbito de la legislación corporativa. De hecho, en muchos países no se materializaron reformas jurídicas por la vía del Congreso y algunos parecen haber optado por un camino algo más fácil, el de modificar la legislación de valores, que plantea un menor conflicto político en el Parlamento. Un gran número de países de la OCDE y todos los principales países de América Latina trabajaron de manera activa en ese ámbito. En algunos casos, como en Brasil y México, los países incluso aprobaron nuevas leyes, en ocasiones después de que los cambios parciales no lograran una verdadera reforma. Por eso es necesario prestar atención a la legislación de valores para completar el panorama.

La legislación de valores puede complementar el derecho corporativo y extracontractual, proporcionando incentivos adicionales para que las empresas no se aprovechen de los inversionistas. En ese caso, las leyes de valores podrían ayudar a reducir el costo de la contratación y a resolver los conflictos. Así pues, las leyes de valores podrían facilitar la aplicación de las

normas de buena conducta de los participantes del mercado, lo que mejoraría la regulación de los mecanismos de mercado y ayudaría a solucionar los litigios. Todo esto animaría a buscar financiamiento externo y profundizaría los mercados de capitales.

La cuestión de los beneficios de la legislación de valores ha suscitado polémica en la literatura. Según la ley y la tradición económica de Coase (1960) y Stigler (1964), posteriormente articulada en el contexto de mercados financieros por Easterbrook y Fischel (1984) y Macey (1994), la legislación de valores es ya irrelevante o perjudicial. Easterbrook y Fischel (1984) afirman que es más probable que la regulación de valores proteja y beneficie a grupos de interés especiales y a otros intereses creados que a los inversionistas. Por ejemplo, las normas de divulgación aumentan la competitividad de las grandes empresas frente a sus rivales, ya que el costo de la divulgación es generalmente independiente del tamaño de la empresa. Los bancos de inversión y las empresas auditoras también se benefician de las regulaciones ya que todas las empresas que desean cotizar en bolsa han de adquirir sus productos. En lugar de permitir a las empresas explorar vías alternativas en el mercado, todos deben aceptar lo que los reguladores consideran el “mejor camino”. Macey (1994) reconoce que las regulaciones fueron probablemente beneficiosas en su inicio para aplacar el miedo generado por la crisis del mercado de valores de 1929, pero sostiene también que el cambio tecnológico y administrativo ha hecho que queden obsoletas. En lugar de reducir los costos de transacción y el fraude, las regulaciones limitan ahora la innovación debido a la existencia de un mayor riesgo de litigios y a la ardua tarea que supone su aprobación.

Esta tradición refuta así el argumento de que la regulación de valores es necesaria para proteger a los inversionistas minoritarios mediante una mayor cantidad de información veraz en el mercado. La existencia de un gran grupo de inversionistas sofisticados o “educados” en el mercado garantiza que toda la información disponible tenga un precio en el mercado. Por tanto, los inversionistas no educados no corren el riesgo de ser explotados, sino que, por el contrario, se benefician de la investigación que hacen los inversionistas educados sin pagar ninguno de los costos.⁴ Además, aunque la legislación sobre divulgación obligatoria de información podría mejorar el mercado si la información fuera recopilada por los agentes con menores costos sociales, esto no necesariamente significa que siempre es mejor más. Finalmente, la regulación de valores puede estar regida por consideraciones y ambiciones políticas. En definitiva, las leyes de valores pueden ser irrelevantes, en la medida en que codifican disposiciones de mercado ya existentes en los acuerdos de mercado, o perjudiciales, al aumentar los costos e interferir con el funcionamiento óptimo de los mercados.

Otro argumento alternativo se basa en una larga tradición de economía de la regulación (Landis, 1938; Friend y Herman, 1964), que recientemente ha sido modernizada por una generación de juristas (Coffee, 1984, 1989, 2002; Mahoney, 1995; Fox, 1999; Black, 2001; Beny, 2002). Esta tradición argumenta que “la ley importa”, y que la legislación de valores supone un gran apoyo para el mercado. De acuerdo con este punto de vista, la legislación

⁴ Los pequeños inversionistas pueden estar desinformados o ser poco sofisticados porque así lo eligen ya que los beneficios obtenidos de aprovechar la investigación y la información de otros inversionistas son superiores a los de analizar y procesar ellos mismo la información. Además, pueden obtener fácilmente esos mismos beneficios, en su caso, “arrendando” los servicios de inversionistas institucionales mediante fondos mutuos u otros servicios gestionados por profesionales.

general y los contratos privados no bastan para evitar que los promotores engañen a los inversionistas, ya que los incentivos de obrar indebidamente pueden anular los beneficios a largo plazo de ser honrado y puede que los litigios privados sean demasiado costosos e imprevisibles para servir como elemento disuasivo (Djankov *et al.*, 2003). Por tanto, puede ser necesario un marco contractual y regulatorio dictado por leyes de valores para reducir los costos de aplicación de la ley y el comportamiento oportunista. Así pues, según la tradición que argumenta que “la ley importa” la legislación de valores reduce los costos contractuales privados y los derivados de la aplicación de la ley (Hay, Shleifer y Vishny, 1996; Hay y Shleifer, 1998; Glaeser y Shleifer, 2001a; Bergman y Nicolaievsky, 2002).

Las consideraciones de eficiencia sugieren que el proveedor de información sobre valores con menores costos debería recoger y presentar esta información, y rendir cuentas si omite información o induce a error. Un sistema eficiente ofrecería incentivos para recoger y presentar la información y les exigiría responsabilidades si no lo hacen. En la legislación de valores, esta estrategia adopta por lo general la forma de requisitos de divulgación de información y normas de responsabilidad que abaratan los costos de los inversionistas para lograr el resarcimiento por el perjuicio causado cuando se omite información o ésta es errónea.⁵

En la mayoría de los sistemas jurídicos resulta difícil y costoso establecer y ejecutar un reclamo contra ellos. En primer lugar, es difícil asignar responsabilidades a los directores, funcionarios, contadores y distribuidores. En segundo lugar, existe el problema de los errores: las sanciones penales exigen a menudo una prueba de intención y, generalmente los acusados pueden alegar que erraron en lugar de mentir aun cuando la información que proporcionaron inicialmente era totalmente imprecisa. Por último, lo más importante, los pecados de obra y de omisión generan graves problemas relacionados con la seguridad. Un empresario puede no revelar las deudas de una subsidiaria de la empresa, o acuerdos especiales con otra empresa que él o su familia controla.

En el caso de las omisiones, la aplicación de la ley se convierte en un grave problema. Probar la intención dolosa es aún más difícil y puede que para los demandantes, que son en definitiva nuevos accionistas con inversiones moderadas, sea excesivamente costoso exigir responsabilidades a los demandados. El emisor, el contador o los distribuidores sostienen por lo general que la información omitida no es esencial y, por consiguiente, la omisión de su divulgación no constituye negligencia. Un tribunal debe entonces decidir si la omisión es esencial -una decisión cargada de demoras, incertidumbre y costos para los demandantes. El tema de la negligencia es aún más significativo en el caso de los distribuidores, quienes generalmente sostienen que ellos confiaron en lo que la dirección les dijo –y cuando las noticias son muy malas, puede que los distribuidores sean los únicos con recursos para compensar a

⁵ Grossman y Hart (1980) muestran que la perfecta aplicación de la ley (es decir, sanciones penales automáticas por no decir la verdad) incentiva a los empresarios a revelar todo lo que saben. La razón es que sin esa divulgación, los posibles inversionistas presupondrían el peor escenario y fijarían un precio por acción inferior al que establecerían si supieran la verdad. No pueden decir nada más optimista que la verdad ya que automáticamente se aplicarían sanciones penales. Grossman y Hart señalan que sin una aplicación perfecta, o con costos de divulgación, no se mantendrían estos resultados tan favorables para el mercado. Por ejemplo, la existencia de costos de transacción positivos justificaría una legislación de valores sobre la base del bienestar social, ya que gracias a la reglamentación, la carga de la divulgación o la certificación puede asignarse a distintos agentes en función de la opción que tenga menor costo social.

los inversionistas. En resumidas cuentas, si resulta costoso aplicar la ley, el inversionista no puede confiar en los mercados y en el litigio privado para garantizar la divulgación precisa de información.

Este razonamiento basado en la aplicación de la ley constituye el fundamento analítico en favor de la legislación de valores. Puede que los mecanismos de mercado y litigio de la contratación privada sean demasiado caros y, por tanto, las leyes de valores, en la medida en que reducen el costo de la contratación y la resolución de controversias, pueden mejorar la financiación del capital social de las empresas y el desarrollo del mercado de valores. Una de las razones que justifican la importancia de las leyes de valores es que su principal beneficio no es el establecimiento de un mecanismo público encargado de hacer cumplir la ley, sino la reducción directa de los costos de la contratación privada y la aplicación de la ley. La regulación puede normalizar los contratos de valores obligando a divulgar información, limitando cierto tipo de transacciones o simplificando el litigio privado. Sin contratos normalizados, los litigios se regirían por la ley de contratos y el derecho extracontractual, con una gran incertidumbre sobre los resultados ya que asuntos como la intención y la negligencia han de resolverse en los tribunales (Easterbrook y Fischel, 1984). La legislación de valores puede estructurar contratos y litigios describiendo explícitamente las obligaciones de las distintas partes y la carga de la prueba, reduciendo así el costo que supone, tanto para las partes como para los tribunales, el establecimiento de responsabilidades (Hay, Shleifer y Vishny, 1996; Glaeser y Shleifer, 2001a, 2002; Bergman y Nicolaievsky, 2002). La normalización de los contratos y litigios reduce los costos que conllevan la redacción y la aplicación de contratos, lo que beneficia a los mercados.

Otra razón por la que la legislación de valores es importante es que a menudo los incentivos para la aplicación privada no son suficientes, y para apoyar el comercio se necesita una institución de aplicación pública, como una Comisión de Valores y Bolsa. Un demandante privado sólo posee unas pocas acciones y sus beneficios potenciales no bastan para sufragar el costo de la acción judicial. Una entidad pública encargada de la aplicación puede elaborar e interpretar normas y reglamentos, así como sancionar una mala conducta por sí sola o mediante el inicio de un proceso judicial. Esa entidad puede tener también una ventaja sobre el demandante privado ya que está más centrada, es experta y sus incentivos reflejan mejor los beneficios sociales de la aplicación (Becker, 1968; Polinsky y Shavell, 2000). La teoría de que el principal beneficio de la legislación sobre valores es la creación de una entidad de aplicación pública fue defendida inicialmente por Landis (1938) y ha sido recientemente analizada en trabajos teóricos y empíricos (Glaeser, Johnson y Shleifer, 2001; Glaeser y Shleifer, 2001b; Pistor y Xu, 2002).

En último término, la importancia de la regulación de valores y la estructura del órgano regulatorio óptimo únicamente puede abordarse de manera empírica. Así pues, la literatura empírica sobre el tema ha tratado de capturar las características básicas de la divulgación obligatoria y el litigio privado para su aplicación. Varios estudios tratan de cuantificar los efectos de las distintas leyes de valores en el desempeño de las empresas y el desarrollo de los mercados de capitales. Estos estudios pueden clasificarse en tres amplias categorías: las leyes sobre tráfico de información privilegiada, el aumento de la divulgación mediante la cotización en distintas bolsas, y las leyes de valores de las ofertas públicas iniciales.

Cuadro III.3
LEYES DE VALORES

Este cuadro muestra los datos para una submuestra de países. Datos disponibles para 49 países. Las definiciones para cada variable aparecen en el apéndice A.

País	Requisitos de revelación en OPV	Estándares de demanda en OPV	Aplicación pública de la ley en OPV
Panel A: Leyes de valores en los países de la OCDE			
Australia	0,75	0,66	0,90
Austria	0,25	0,11	0,17
Bélgica	0,42	0,44	0,15
Canadá	0,92	1,00	0,80
Alemania	0,42	0,00	0,22
Dinamarca	0,58	0,55	0,37
Finlandia	0,50	0,66	0,32
Francia	0,75	0,22	0,77
Grecia	0,33	0,50	0,32
Irlanda	0,67	0,44	0,37
Italia	0,67	0,22	0,48
Japón	0,75	0,66	0,00
Países Bajos	0,50	0,89	0,47
Noruega	0,58	0,39	0,32
Nueva Zelanda	0,67	0,44	0,33
Portugal	0,42	0,66	0,58
Corea del Sur	0,75	0,66	0,25
España	0,50	0,66	0,33
Suecia	0,58	0,28	0,50
Suiza	0,67	0,44	0,33
Reino Unido	0,83	0,66	0,68
Estados Unidos	1,00	1,00	0,90
Promedio OCDE	0,61	0,52	0,43
Panel B: Leyes de valores en los países latinoamericanos			
Argentina	0,50	0,22	0,58
Brasil	0,25	0,33	0,58
Chile	0,58	0,33	0,60
Colombia	0,42	0,11	0,58
Ecuador	0,00	0,11	0,55

(Continúa en la página siguiente)

(Continuación cuadro III.3)

País	Requisitos de revelación en OPV	Estándares de demanda en OPV	Aplicación pública de la ley en OPV
México	0,58	0,11	0,35
Perú	0,33	0,66	0,78
Uruguay	0,00	0,11	0,57
Venezuela	0,17	0,22	0,55
Promedio latinoamericano	0,31	0,24	0,57
Promedio mundial (49 países)	0,60	0,47	0,52

Fuente de datos: La Porta *et al.* (2006).

El primer grupo de estudios se ha centrado en los efectos de las leyes sobre tráfico de información privilegiada en los mercados de capitales y el desempeño de las empresas (Beny, 2000; Bhattacharya y Hazem, 2002). Según esos estudios, los mercados con leyes eficaces contra el tráfico de información privilegiada tienen una base más amplia de accionistas, más liquidez en el mercado y ofrecen a las empresas un menor costo del capital. En el segundo grupo de estudios, mucho más numeroso, se han analizado las leyes sobre la divulgación y sus efectos en el contexto de la cotización en distintas bolsas (Doidge, Karolyi y Stulz, 2001; Reese y Weisback, 2002). Al reducir los costos de transacción y la información asimétrica, los requisitos de divulgación contribuyen a que las empresas puedan acceder al capital con menor costo. Del mismo modo, las empresas de otros países pueden beneficiarse cotizando en distintas bolsas ya que esto equivale a autoimponerse una divulgación obligatoria. En el último enfoque, seguido por La Porta *et al.* (2006), se analiza el impacto de la legislación de valores en las ofertas públicas iniciales y se llega a la conclusión de que la regulación de valores influye decisivamente en el desarrollo de los mercados de valores.

El análisis detallado de las leyes de valores en el contexto de las ofertas públicas iniciales puede ayudar a entender las características de la legislación que podría complementar las leyes corporativas. Como se ha señalado anteriormente, las leyes de valores tratan de regular el comportamiento de los participantes del mercado y ofrecen incentivos a los emisores para que no utilicen la información de que disponen para abusar de los simples inversionistas. La Porta *et al.* (2006) tratan de medir estas características estableciendo medidas para el empoderamiento del supervisor del mercado, la divulgación exigida a los participantes del mercado, y los niveles de responsabilidad que facilitan la aplicación privada contra los que se aprovechan de los inversionistas. Para ser más concretos, los autores se centran en el “problema de los promotores”, utilizado en análisis anteriores, ya que captura los conflictos de agencia entre los posibles inversionistas de una oferta pública inicial y el promotor que vende acciones.

Existen tres grupos de posibles medidas en la regulación de las ofertas públicas iniciales. En el cuadro III.3 se presentan esas medidas para el promedio de los 49 países para los que se dispone de datos, y para todos los países de la OCDE y América Latina que disponen de datos. En la primera columna de cifras se muestra un índice de divulgación obligatoria de los posibles conflictos de intereses en relación con la oferta pública inicial, mientras que la

segunda corresponde al índice de responsabilidad en las demandas interpuestas contra emisores, directores, distribuidores y contadores que participan en la oferta. En la última columna figura un índice de las características y los poderes de investigación y sanción del regulador o de la entidad de aplicación pública.⁶ Todos los índices están comprendidos entre 0 y 1, correspondiendo las cifras más elevadas a niveles más altos.⁷

En el ámbito de la divulgación de posibles conflictos de intereses, los países de la OCDE muestran algunas variaciones en la cantidad de divulgaciones que van del 0,25 en el caso de Austria y el 0,42 en el de Bélgica, a valores muy próximos al máximo en países como Canadá, Reino Unido y Estados Unidos. Esta variación explica por qué el conjunto de países de la OCDE se encuentra al mismo nivel que el promedio mundial. Los niveles de responsabilidad de todos los participantes en la oferta pública inicial muestran una gran variación, pero el promedio general de la OCDE es algo superior al mundial. La última columna de datos muestra que los países de la OCDE, en promedio, dependen menos de los poderes de la institución de aplicación pública que el resto del mundo, si bien países como Australia y los Estados Unidos registran el nivel más alto del mundo en cuanto a poderes del órgano de aplicación. En general, parece que los países de la OCDE se encuentran en un nivel intermedio en cuanto a medidas de aplicación privada y por debajo en cuanto a poderes del regulador.

La situación en América Latina es muy distinta a la de la OCDE. Esta región ocupa el último lugar del mundo en cuanto a grado de divulgación y responsabilidad en la oferta pública inicial. El país promedio de la región tiene muy pocas regulaciones que exijan la divulgación de las condiciones de los contratos esenciales, al margen del curso normal de las actividades, las transacciones en las que tienen intereses las empresas vinculadas, y la divulgación de información por parte de los propios accionistas. Argentina, Chile y México logran acercarse al promedio mundial en cuanto a divulgación, pero el resto de los países están muy rezagados. La situación en cuanto a nivel de responsabilidad de los participantes en la oferta pública inicial no es mejor. Con la excepción poco común de Perú, los países de América Latina que figuran en el cuadro III.3 muestran algunos de los niveles más elevados del mundo en cuanto a carga de la prueba. Los niveles de responsabilidad del emisor, los directores y los suscriptores son muy bajos y para los inversionistas es prácticamente imposible recuperar pérdidas de esas partes debido al requisito, sumamente difícil de cumplir, que exige probar la existencia de intención o negligencia grave. Esta situación contrasta fuertemente con la de uno de los países más desarrollados, Estados Unidos, donde lo único que tienen que probar los inversionistas es que el folleto contenía información engañosa. La carga de la prueba es también mucho menor en otros países en desarrollo, como la República de Corea, donde los inversionistas sólo tienen que mostrar que confiaron en el folleto y/o que la causa de sus pérdidas fue la información engañosa.

Ante el sombrío panorama que muestran los índices de las dos primeras columnas del cuadro 3, el lector puede preguntarse si la reciente ola de reformas en el ámbito de la legislación de valores en los países de América Latina ha sido lo suficientemente sustancial como para mejorar el entorno. Para responder a esta pregunta es preciso analizar las otras dos esfe-

⁶ En el apéndice A figura una definición exacta de cada variable.

⁷ La fecha límite para la medición de las regulaciones es 2003, por lo que los índices no reflejan algunas de las reformas llevadas a cabo en los dos últimos años.

ras en las que las reformas de la región parecen haber centrado sus energías: los poderes de los reguladores del mercado y las leyes relativas a las transacciones encubiertas en beneficio propio (*self-dealing*) o entre empresas vinculadas.

Los resultados de América Latina en lo que respecta a la aplicación pública de las leyes de valores son mejores que en los ámbitos de la divulgación y la aplicación privada mediante niveles mínimos de responsabilidad. En la tercera columna del cuadro III.3 se observa que el regulador medio del mercado de capitales en América Latina tiene los mismos poderes en cuanto a elaboración de normas y la misma capacidad para imponer sanciones que el del promedio mundial. No existen diferencias estadísticas significativas entre América Latina y el resto de los grupos que figuran en la tercera columna del cuadro III.3. En resumen, América Latina está muy rezagada en cuanto a divulgación y nivel de responsabilidad si se compara con el mundo y la OCDE, pero sus reguladores tienen más poderes que en el país promedio del mundo desarrollado y en desarrollo.

3. La regulación del *self-dealing* (auto-negocio)

El último aspecto que es necesario analizar es el de la regulación de las transacciones encubiertas en beneficio propio (*self-dealing*), que constituyen el núcleo de la crisis de gobierno corporativo de la última década, y de algunos elementos importantes de la crisis actual. En la ola de escándalos relacionados con el gobierno corporativo que se produjo en Asia oriental, los Estados Unidos, Italia y Rusia, se combinan ese tipo de transacciones con una divulgación insuficiente y un mal funcionamiento de los mecanismos de control que supuestamente hacen saltar la alarma. Algunas de estas transacciones incluyen préstamos y compensación ejecutiva excesivos, la fijación de precios de transferencia, la recompra de títulos propios, oportunidades corporativas y la compraventa de activos que dista de realizarse en condiciones de plena competencia.

Los escándalos de los países de la OCDE han motivado algunos de los principales cambios que se han producido en la reciente ola de reformas de la legislación corporativa y de valores, así como en la regulación del mercado de valores. Los encargados de formular políticas en muchos países desarrollados reaccionaron e impulsaron cambios regulatorios que trataron de mejorar lo que ahora se conoce comúnmente como GC. La actual crisis financiera muestra que ese esfuerzo no tuvo el alcance suficiente, y que el aumento de la transparencia en los mercados y las instituciones financieras no llegó a todos los participantes por igual.

Para tener una amplia visión de la protección de los inversionistas, es fundamental adoptar un enfoque que permita centrarse en la regulación del *self-dealing*, ya que éste es el principal problema de la GC. Este tipo de enfoque permite también analizar todos los reglamentos y su interacción y entender las características de la regulación que mejor funcionan en un marco general anclado en el problema de agencia de base.

La regulación del *self-dealing*, o transacciones con posibles conflictos de intereses, abarca la legislación corporativa y de valores, las regulaciones de los mercados de valores y los intermediarios financieros, y otra serie de regulaciones que incluyen también procedimientos civiles (es decir, normas de evidencia). Aunque la legislación de valores y la legislación corporativa parecen tener distintos objetivos y fines, en realidad estas dos regulaciones interactúan en muchos ámbitos y algunas esferas del derecho corporativo se aplican no sólo a

empresas privadas sino también a empresas públicas que cotizan en bolsa. Este tipo de transacciones están también sujetas a mecanismos públicos y privados para la supervisión de la aplicación de las leyes, de igual manera que en el caso de las ofertas públicas iniciales. Pero puede que esos mecanismos no procedan sólo de la legislación de valores y la regulación del mercado de valores sino también del derecho corporativo y el procedimiento civil general. En los últimos años se ha prestado mucha atención a la aplicación pública de la ley en las transacciones de *self-dealing*, como consecuencia de las reformas aplicadas por los Estados Unidos a la Ley Sarbanes-Oxley. Esta ley ha impulsado la aplicación de multas y penas privativas de libertad a los culpables de algunas fallas de GC. En el ámbito de la aplicación privada, los Estados Unidos y otros países de la OCDE también han aumentado los niveles de divulgación de las empresas y han establecido procedimientos de aprobación para las transacciones en las que se sospecha que existen conflictos de interés. Algunos países desarrollados han tratado también de facilitar los litigios privados destinados a otorgar una reparación en el caso de transacciones desleales, aunque estas reformas no han sido tan frecuentes.

En el cuadro III.4 se presentan los principales índices que resumen la serie de regulaciones aplicables a las transacciones de *self-dealing* calculados por Djankov *et al.* (2006). En el cuadro figuran los índices para el promedio de los 72 países incluidos en el estudio, así como los índices individuales correspondientes a todos los países de altos ingresos de la OCDE y los países de América Latina. Estos índices representan el conjunto de medidas disponibles para tratar de detener una clásica transacción que pueda plantear posibles conflictos de intereses antes de que se produzca (*ex-ante* en la primera columna) o repararla cuando la transacción ya se ha realizado (*ex-post* en la segunda columna). Puede interpretarse como un índice agregado de todos los mecanismos contra el *self-dealing* a disposición de los inversionistas para tratar de solucionar las transacciones de las empresas que pueden plantear conflictos de intereses. La mayoría de las transacciones, como la venta de la producción o de un activo, en las que hay un accionista mayoritario a ambos lados de la transacción, se rigen por este conjunto de normas. El caso utilizado como ejemplo de estas medidas es una compra de activos entre dos empresas controladas por el mismo accionista, pero este posee un porcentaje menor de acciones de la empresa compradora. Así pues, cabe la preocupación de que los activos estén sobrevalorados. En la columna 3 se indica el promedio de las dos columnas anteriores. En un marco similar al que ofrece el análisis de la legislación de valores en la sección anterior, la regulación del *self-dealing* incluye medidas que tratan de facilitar la aplicación privada antes o después de que se realice la transacción, que se resumen en las medidas contra el *self-dealing* de las tres primeras columnas, así como medidas que otorgan facultades al regulador para actuar y se presentan en el última columna del cuadro.

Las medidas *ex-ante* contra el *self-dealing* que figuran en la primera columna del cuadro III.4 dan cuenta de los requisitos de aprobación y divulgación obligatoria cuyo cumplimiento exige la ley antes de que en el país se realice una transacción que pueda plantear un conflicto de intereses. La divulgación puede proceder de la empresa compradora o de la propia parte afectada. El índice tiene también en cuenta la disponibilidad de un examen independiente de la transacción antes de que esta se produzca. El índice del promedio mundial es de 0,36 sobre 1,0. Los promedios de las partes A y B muestran también que tanto los países de la OCDE como los de América Latina no difieren significativamente del promedio mundial. El puntaje de los países de altos ingresos de la OCDE en las medidas *ex-ante* varía enormemente,

siendo el Reino Unido, Australia y Nueva Zelanda los países con mayores índices del grupo, mientras que Austria, los Países Bajos, Francia, Italia y Suiza registran los índices más bajos. Sin embargo, esta gran variación no se da en los países de la OCDE no se da en los países de América Latina. Con la excepción de Chile, que a partir de algunos escándalos lanzó una reforma legal en esta área, y El Salvador, todos los demás países de la región tienen índices inferiores a 0,33. Puede decirse que el país promedio de América Latina carece de los elementos accesorios que existen en un sistema de transparencia *ex-ante* para este tipo de transacciones. América Latina está muy a la zaga de países como Nueva Zelanda o el Reino Unido, en los que la divulgación y la aprobación de transacciones por partes sin intereses son fundamentales para abordar los conflictos de intereses.

En la segunda columna del cuadro 4 se resume la situación a la que tendrían que enfrentarse los accionistas si trataran de exigir una reparación cuando la transacción de *self-dealing* ya se ha realizado. Los accionistas pueden utilizar la información divulgada que se exige después de la transacción (por ejemplo en el informe anual) y otros medios jurídicos para probar que se ha producido un hecho ilícito, encontrar pruebas o exigir una compensación. En este ámbito, los países de la OCDE se encuentran por encima del promedio mundial con una puntuación media de 0,63. Con la excepción de Grecia e Islandia, todos los países de la OCDE registran índices superiores a 0,40 muy por encima del bajo promedio de América Latina 0,29. Sólo Chile y Perú tienen índices superiores a 0,35, que es ya la mitad del promedio mundial. Debido al escaso nivel de mecanismos *ex-post* para el control del *self-dealing* en América Latina, el accionista medio de la región tendría problemas para entablar una demanda, acceder a las pruebas y exigir una reparación, si se compara con un inversionista del promedio de países con sistemas jurídicos de *common law*. Si bien algunos países de América Latina han realizado recientemente algunas mejoras en esta esfera, queda mucho por hacer para que los inversionistas puedan actuar cuando teman que se produzca una expropiación mediante este tipo de transacciones que suponen un conflicto de intereses.

En general, el bajo nivel del índice total de 0,29 correspondiente a la medida global de regulación del *self-dealing* en América Latina se debe a la falta de mecanismos *ex-ante* bien desarrollados, al escaso nivel de divulgación *ex-post* inferior a la media y a las dificultades para exigir una reparación. Algunos países de América Latina se encuentran entre los 10 países del mundo con menores índices generales de medidas contra el *self-dealing* que aparecen en la tercera columna del cuadro 4. Se aprecia un fuerte contraste con el promedio de los países de altos ingresos de la OCDE con un índice de 0,47, casi el doble que el de América Latina. En el país medio de la OCDE, las transacciones entre empresas vinculadas son analizadas por expertos financieros independientes y aprobadas por accionistas sin intereses. Tanto antes como después de aprobarse la transacción, se realiza toda una serie de divulgación de información. Por último, aunque resulta costoso establecer responsabilidades, es relativamente más sencillo que en el país medio de América Latina debido a que los requisitos para ser propietario son menores, es necesario probar menos cosas, y existe un mayor acceso a las pruebas. La situación en los Estados Unidos y el Reino Unido, los países con una mayor inmigración de empresas en forma de recibos de depósitos, es también mucho mejor que la que puede apreciarse en cualquier país latinoamericano de la muestra.

Como se ha indicado anteriormente, el mecanismo privado de aplicación agregado en las tres primeras columnas del cuadro 4 puede también completarse o sustituirse por una serie

de medidas que otorgan a las instituciones públicas de aplicación poderes para enfrentarse a las transacciones que pueden plantear conflictos de intereses. En la última columna del cuadro 4 figura el índice agregado de los mecanismos públicos de aplicación que agrupan las sanciones impuestas por el regulador público a los responsables de *self-dealing*. Al igual que en otras medidas de cuadros anteriores, los países de la OCDE muestran de nuevo una gran variación que sitúa el valor del índice del país medio en 0,50 de un total de 1. El puntaje medio de la OCDE supera el puntaje mundial y es considerablemente más elevado que el del país medio de América Latina. La mitad de los países de América Latina imponen multas a los directores que se consideran culpables pero no al accionista mayoritario. El país medio de la región impone también penas de privación de libertad superiores a 10 años por esos delitos. Aunque algunas de estas penas son las más elevadas del mundo, no hay ningún registro de que se hayan aplicado realmente en casos como el de las transacciones de *self-dealing* objeto del estudio. Existe el riesgo de que, como sucede en muchos otros países, las penas no constituyan un elemento disuasivo al ser prácticamente imposible probar el hecho ilícito. Además, la región podría enfrentarse a graves problemas si el regulador aplicara esas penas.

El mensaje del cuadro III.4 es muy claro y se asemeja al de los tres cuadros anteriores relacionados con las medidas de protección del inversionista. En primer lugar, los accionistas de los países de la OCDE cuentan en general con más mecanismos para hacer frente a las transacciones que plantean conflictos de intereses, pero existen grandes diferencias entre esos países, ya que algunos registran los puntajes más elevados a nivel mundial mientras que otros los más bajos. En segundo lugar, los países de América Latina son los que ofrecen menor protección a los inversionistas. Pese a los recientes avances realizados en algunos países de la región en cuanto a la regulación de valores, los datos del cuadro 4 sugieren que queda aún mucho margen para mejorar la protección de los accionistas.

Los escépticos pueden sostener que los países de América Latina son simplemente distintos a los países de altos ingresos de la OCDE, y que en algunos países de la región es imposible lograr un alto nivel de protección del accionista contra el *self-dealing* y el abuso de los promotores de valores. Como respuesta a esta apreciación cabe señalar el caso de Chile, que comparte los mismos antecedentes jurídicos que el resto de América Latina, así como buena parte de las características geográficas, políticas y económicas de la región. Los distintos niveles de protección del inversionista en los cuatro cuadros anteriores muestran también la fortaleza de la GC de Chile si se compara con la región. Por supuesto, esto es sólo una observación, pero es de crucial importancia para rebatir la crítica de que es imposible llevar a cabo una reforma sustancial en la región.

4. Instituciones para el cumplimiento de la ley

Los primeros cuatro cuadros de medidas jurídicas ofrecen un panorama sombrío del nivel de protección del inversionista en América Latina en términos de leyes y regulaciones. Puede afirmarse que las normas jurídicas son sólo un elemento de la protección del inversionista y que la aplicación de esas normas es de igual o mayor importancia. Las buenas leyes han de aplicarse para que constituyan un elemento disuasivo efectivo del mal comportamiento. Puede ocurrir que los inversionistas gocen de altos niveles de protección pese a que exista una mala legislación, si un sistema judicial eficaz puede reparar las expropiaciones realizadas

Cuadro III.4
REGULACIÓN DE SELF-DEALING

Este cuadro muestra los datos para una submuestra de países. Datos disponibles para 72 países. Las definiciones para cada variable aparecen en el apéndice A.

País	Control privado <i>ex-ante</i> de <i>self-dealing</i>	Control privado <i>ex-post</i> de <i>self-dealing</i>	Índice de <i>anti-self-dealing</i>	Índice de Aplicación pública de <i>self-dealing</i>
Panel A: Regulación de self-dealing en los países de la OCDE				
Australia	0,89	0,63	0,76	0,50
Austria	0,00	0,43	0,21	1,00
Bélgica	0,39	0,70	0,54	0,50
Canadá	0,33	0,95	0,64	1,00
Dinamarca	0,25	0,68	0,46	0,75
Finlandia	0,14	0,78	0,46	0,00
Francia	0,08	0,68	0,38	0,50
Alemania	0,14	0,43	0,28	1,00
Grecia	0,08	0,35	0,22	0,50
Islandia	0,14	0,38	0,26	0,00
Irlanda	0,78	0,80	0,79	0,00
Italia	0,17	0,68	0,42	0,00
Japón	0,22	0,78	0,50	0,00
Luxemburgo	0,17	0,40	0,28	1,00
Países Bajos	0,06	0,35	0,20	0,00
Nueva Zelanda	1,00	0,90	0,95	0,00
Noruega	0,42	0,43	0,42	1,00
Portugal	0,14	0,75	0,44	1,00
Corea del Sur	0,25	0,69	0,47	0,50
España	0,22	0,53	0,37	1,00
Suecia	0,17	0,50	0,33	1,00
Suiza	0,08	0,45	0,27	0,75
Reino Unido	1,00	0,90	0,95	0,00
Estados Unidos	0,33	0,98	0,65	0,00
Promedio OCDE	0,31	0,63	0,47	0,50
Panel B: Regulación de <i>self-dealing</i> en los países latinoamericanos				
Argentina	0,33	0,35	0,34	0,00
Bolivia	0,00	0,28	0,14	0,25

(Continúa en la página siguiente)

(Continuación cuadro III.4)

País	Control privado <i>ex-ante</i> de <i>self-dealing</i>	Control privado <i>ex-post</i> de <i>self-dealing</i>	Índice de <i>anti-self-dealing</i>	Índice de Aplicación pública de <i>self-dealing</i>
Brasil	0,22	0,33	0,27	0,50
Chile	0,50	0,75	0,63	1,00
Colombia	0,83	0,31	0,57	0,00
Ecuador	0,00	0,15	0,08	1,00
El Salvador	0,83	0,03	0,43	0,00
México	0,19	0,15	0,17	0,50
Panamá	0,17	0,15	0,16	0,00
Perú	0,25	0,65	0,45	0,25
Uruguay	0,08	0,28	0,18	0,50
Venezuela	0,08	0,10	0,09	0,00
Promedio latinoamericano	0,29	0,29	0,29	0,33
Promedio mundial (72 países)	0,36	0,52	0,44	0,41

Fuente de datos: Djankov *et al.*, (2008).

por la dirección con unas pocas medidas de protección. En ese caso, la férrea aplicación de la ley puede compensar las deficiencias de las normas.

En los cuadros III.5 y III.6 se muestra la calidad de la aplicación en general (cuadro III.5) y la aplicación de las leyes (cuadro III.6) en los distintos países. Normalmente estas medidas son recopiladas por organizaciones internacionales, algunas de las cuales son agencias privadas de clasificación del riesgo crediticio que han establecido mediciones sobre la calidad de las instituciones y la aplicación durante décadas, principalmente para vender esos datos a los inversionistas extranjeros interesados en realizar negocios en distintos países (por ejemplo, *Business International Corporation* y *Political Risk Services*). Debido a los distintos objetivos o clientes de algunas de estas agencias, el alcance de algunas mediciones no es tan amplio como el de las mediciones que aparecen en cuadros anteriores.

En el cuadro III.5 se muestran tres posibles formas de evaluar la calidad general de las instituciones. Estas mediciones capturan la actitud general en relación con los negocios. La primera medición del cuadro es un índice del nivel de contabilidad presentado por el *Center for International Financial Analysis and Research*. Este organismo calcula el índice analizando los informes de las empresas que cotizan en bolsa en cada país y estableciendo el grado de exhaustividad de esos informes, utilizando como referencia un nivel máximo de 100 puntos. En principio, el nivel de contabilidad es un elemento clave de cualquier posible reclamación por parte del inversionista al ofrecer importante información que podría utilizarse como prueba de cualquier hecho ilícito. La contabilidad es fundamental para la GC, ya

Cuadro III.5
APLICACIÓN GENERAL

Este cuadro muestra los datos para una submuestra de países. Los datos están disponibles para diferentes grupos de países. La columna promedio mundial muestra países con datos disponibles. Las definiciones para cada variable aparecen en el apéndice A.

País	Estándares de contabilidad	Estado de derecho	Corrupción
Panel A: Medidas de aplicación en países de la OCDE			
Australia	75	10,00	8,51
Austria	54	10,00	8,57
Bélgica	61	8,33	8,81
Canadá	74	10,00	10,00
Dinamarca	62	10,00	10,00
Finlandia	77	10,00	10,00
Francia	69	8,33	9,05
Alemania	62	8,33	8,93
Grecia	55	5,00	7,26
Islandia	.	10,00	10,00
Irlanda	.	10,00	8,51
Italia	62	10,00	6,13
Japón	65	8,33	8,51
Luxemburgo	.	10,00	10,00
Países Bajos	64	10,00	10,00
Nueva Zelanda	70	10,00	10,00
Noruega	74	10,00	10,00
Portugal	36	8,33	7,38
Corea del Sur	62	.	5,30
España	64	6,67	7,38
Suecia	83	10,00	10,00
Suiza	68	10,00	10,00
Reino Unido	78	10,00	9,11
Estados Unidos	71	10,00	8,63
Promedio OCDE	66,00	9,27	8,84
Panel B: Medidas de aplicación en países latinoamericanos			
Argentina	45	8,33	6,01
Bermuda	.	.	.
Bolivia	.	5,00	2,80

(Continúa en la página siguiente)

(Continuación cuadro III.5)

País	Estándares de contabilidad	Estado de derecho	Corrupción
Brasil	54	3,33	6,31
BVI	.	.	.
Cayman	.	.	.
Chile	52	8,33	5,30
Colombia	50	1,67	5,00
Costa Rica	.	6,67	8,33
Rep. Dominicana	.	5,00	5,00
Ecuador	.	5,00	5,18
El Salvador	.	5,00	3,69
Grenada	.	.	.
Guatemala	.	3,33	3,33
Honduras	.	3,33	3,33
Jamaica	.	3,33	3,57
México	60	3,33	4,76
Antillas Holandesas	.	.	.
Panamá	.	5,00	3,51
Paraguay	.	5,00	2,14
Perú	38	5,00	4,70
St. Vincent	.	.	.
Trinidad & Tobago	.	6,67	4,29
Turks & Caicos	.	.	.
Uruguay	31	5,00	5,00
Venezuela	40	6,67	4,70
Promedio latinoamericano	46,25	5,00	4,58
Promedio mundial	60,93	#¡REF!	#¡REF!

Fuente de datos: La Porta *et al.* (1997 y 1998), Djankov *et al.* (2003) y López-de-Silanes (2003).

que puede resultar difícil evaluar el desempeño directivo sin niveles válidos de contabilidad. En general, puede ser muy difícil verificar los flujos de caja en países con un bajo nivel de contabilidad, por lo que el abanico de contratos a disposición de los inversionistas puede ser mucho menor en esos casos. Las otras dos mediciones que figuran en el cuadro III.5 completan el panorama de la calidad de las instituciones en general en un país: la segunda columna muestra el índice del estado de derecho en un país y la tercera columna muestra un valor que representa la ausencia de corrupción en cada país. En ambos casos, cuanto más elevada es la cifra, mayor es la calidad institucional.

En el cuadro III.6 se presentan mediciones más estrechamente relacionadas con la aplicación de la ley y la eficiencia del sistema jurídico, que son elementos clave de la protección del inversionista y guardan una mayor relación con las mediciones de las leyes y la regulación que figuran en los cuatro primeros cuadros. En las cinco primeras columnas del cuadro 6 se presentan varias mediciones subjetivas, parecidas a las de las dos últimas columnas del cuadro III.5. Estas mediciones proceden de diversas fuentes alternativas y utilizan para sus cálculos distintas metodologías o distintos tipos de población. Las mediciones sobre cumplimiento de contratos y eficiencia del sistema judicial son calculadas por agencias internacionales que han estado recopilando este tipo de datos durante más de 20 años y piden a los inversionistas de cada país su opinión al respecto. Su alcance es más amplio que el del resto de las columnas del cuadro 6, cuyos datos han sido producidos recientemente por el Banco Mundial pidiendo a los propietarios de pequeños negocios que evaluaran el sistema jurídico. Las dos últimas mediciones del cuadro son datos de Djankov *et al.* (2003). En la primera de estas dos columnas se muestra una forma alternativa de medir la eficiencia de los tribunales, indicando el número estimado de días que tardan los tribunales en solucionar un litigio simple (por ejemplo, en cobrar un cheque rechazado). Estos cálculos provienen de los despachos de abogados de cada país a quienes se presentó la misma información por razones de homogeneidad. En la última columna del cuadro se presenta una medición más objetiva que subjetiva de la eficiencia del sistema jurídico. En ella se recoge un índice creado por Djankov *et al.* (2003) en el que se da cuenta de las restricciones, dificultades y grado de complejidad que supone la resolución de un litigio simple en los tribunales utilizando las normas de procedimiento civil del país.

Para analizar los datos relativos a la aplicación que figuran en el cuadro III.5 podemos centrarnos en el nivel de contabilidad de los países de la OCDE y establecer algunas comparaciones con América Latina. A diferencia de otras mediciones de los cuadros anteriores, los países de altos ingresos de la OCDE no muestran grandes variaciones en los niveles de contabilidad. Con la excepción de Portugal, Austria y Grecia, cuyos índices ascienden a 36, 54 y 55 sobre 100 respectivamente, todos los países están por encima del promedio mundial de 60. De hecho, la inmensa mayoría de los elevados puntajes en los niveles de contabilidad del mundo provienen de los países de la OCDE. Los países escandinavos, así como Australia, Canadá y el Reino Unido, pertenecen al grupo de países con los niveles de contabilidad más transparentes y completos del mundo. Con un índice medio de transparencia en el nivel de contabilidad de 46,25, América Latina se sitúa muy por debajo de la mayoría de los países de la OCDE y de la media mundial que asciende a 60. Aunque sólo se dispone de datos para ocho países de la región, algunos de ellos son los que tienen mercados de capitales más amplios, por lo que puede predecirse que los puntajes del resto de los países de América Latina serán aún menores. La transparencia y el nivel de contabilidad son uno de los principales ámbitos que los países de América Latina podrían tratar de mejorar. Este resultado sigue la línea de algunas comparaciones realizadas en secciones anteriores que muestran una ausencia general de transparencia y divulgación en esos países.

En las dos últimas columnas del cuadro 5 se presenta una de las mayores virtudes de los países de la OCDE: cuentan en general con un sólido estado de derecho y bajo nivel de corrupción, sobre todo si se compara con el resto del mundo. El puntaje medio de los países de altos ingresos de la OCDE en relación con el estado de derecho y la corrupción es 9,27 y 8,84,

Cuadro III.6
LA APLICACIÓN LEGAL Y LA CALIDAD DEL SISTEMA LEGAL

Este cuadro muestra los datos para una submuestra de países. Los datos están disponibles para diferentes grupos de países. La línea sobre el promedio mundial muestra el promedio de países con datos disponibles. Las definiciones para cada variable aparecen en el apéndice A.

País	Número de días de cobro de un cheque rebotado	Aplicabilidad de contratos	Eficiencia del sistema jurídico	Sistema legal justo e imparcial	Sistema legal honesto e incorrupto	Sistema legal consistente	Formalismo del tribunal para cobrar un cheque botado
Panel A: Medidas de aplicación en los países de la OCDE							
Australia	320	7,71	10,00	.	.	.	1,80
Austria	434	8,25	9,50	.	.	.	3,52
Bélgica	120	8,16	9,50	.	.	.	2,73
Canadá	421	8,38	9,25	4,25	4,12	4,00	2,09
Dinamarca	83	8,22	10,00	.	.	.	2,55
Finlandia	240	7,50	10,00	.	.	.	3,14
Francia	181	6,36	8,00	3,86	4,18	3,62	3,23
Alemania	154	8,40	9,00	3,76	3,92	2,92	3,51
Grecia	315	5,81	7,00	.	.	.	3,99
Islandia	251	.	.	.	.	.	4,13
Irlanda	130	7,78	8,75	.	.	.	2,63
Italia	645	5,18	6,75	3,26	2,88	2,55	4,04
Japón	60	7,57	10,00	.	.	.	2,98
Luxemburgo	210	.	10,00	.	.	.	3,56
Países Bajos	39	8,24	10,00	.	.	.	3,07
Nueva Zelanda	60	.	10,00	.	.	.	1,58
Noruega	87	8,48	10,00	.	.	.	2,95
Portugal	420	4,54	5,50	3,44	3,66	3,31	3,93

(Continúa en la página siguiente)

(Continuación cuadro III.6)

País	Número de días de cobro de un cheque rebotado	Aplicabilidad de contratos	Eficiencia del sistema jurídico	Sistema legal justo e imparcial	Sistema legal honesto e incorrupto	Sistema legal consistente	Formalismo del tribunal para cobrar un cheque botado
Corea del Sur	75	5,52	6,00	.	.	.	3,37
España	147	6,23	6,25	2,83	3,33	2,77	5,25
Suecia	190	8,29	10,00	4,16	4,65	3,86	2,98
Suiza	224	8,94	10,00	.	.	.	3,13
Reino Unido	101	8,50	8,57	3,84	4,22	3,05	2,58
Estados Unidos	54	8,73	10,00	3,51	3,66	3,12	2,62
Promedio OCDE	207	7,47	8,87	3,66	3,85	3,24	3,14
Panel B: Medidas de aplicación en países latinoamericanos							
Argentina	300	5,04	5,36	2,13	2,48	2,17	5,40
Bermuda	125	.	.	.	.	.	1,78
Bolivia	464	4,40	1,32	2,27	1,97	2,21	5,75
Brasil	180	5,30	6,31	3,07	3,00	2,70	3,06
BVI	183	.	.	.	.	.	2,52
Cayman	120	.	.	.	.	.	2,75
Chile	200	5,20	7,02	3,76	3,82	3,53	4,57
Colombia	527	4,76	2,08	3,07	2,67	2,87	4,11
Costa Rica	370	.	6,67	3,71	3,95	3,33	5,48
Rep. Dominicana	215	.	3,14	2,96	3,21	2,96	4,08
Ecuador	333	4,77	6,67	2,17	2,17	2,23	4,92
El Salvador	60	.	2,38	2,37	2,31	2,50	4,60
Grenada	128	.	.	.	.	.	2,80

(Continúa en la página siguiente)

(Continuación cuadro III.6)

País	Número de días de cobro de un cheque rebotado	Aplicabilidad de contratos	Eficiencia del sistema jurídico	Sistema legal justo e imparcial	Sistema legal honesto e incorrupto	Sistema legal consistente	Formalismo del tribunal para cobrar un cheque botado
Guatemala	220	.	1,43	2,32	2,25	2,54	5,68
Honduras	225	.	2,07	2,84	2,59	2,86	4,90
Jamaica	202	.	.	.	.	.	2,34
México	283	4,92	5,36	2,61	2,56	2,35	4,71
Antillas Holandesas	93	.	.	.	.	.	2,85
Panamá	197	.	2,11	2,94	2,69	2,94	5,84
Paraguay	222	.	4,11	.	.	.	5,91
Perú	441	4,29	2,50	2,18	1,97	2,12	5,60
St. Vincent	35	.	.	.	.	.	3,63
Trinidad & Tobago	194	.	.	4,18	3,86	3,14	1,80
Turks and Caicos	74	.	.	.	.	.	1,86
Uruguay	360	.	5,00	3,27	4,46	3,00	4,05
Venezuela	360	4,54	6,37	1,82	2,14	2,19	6,01
Promedio Latinoamericano	235	4,80	4,11	2,80	2,83	2,68	4,12
Promedio mundial	234	6,07	6,10	3,43	3,35	3,13	3,53

Fuente de datos: La Porta *et al.* (1997 y 1998), Djankov *et al.* (2003), y López-de-Silanes (2003).

respectivamente. Estas cifras son superiores a las de la media mundial de 6,96 y 6,24. Como ya lo han mostrado estudios anteriores, la aplicación y la calidad de las instituciones están muy vinculadas con los niveles de ingreso (La Porta *et al.*, 1998 y 1999). Las dos últimas columnas del cuadro III.5 muestran también que, en comparación con los países de la OCDE e incluso con el promedio mundial, América Latina tiene un frágil estado de derecho y altos niveles de corrupción.

Las primeras cinco columnas de cifras del cuadro 6 vuelven a poner de relieve las tendencias mostradas en el cuadro III.5, es decir, la gran eficiencia y rapidez de los sistemas judiciales de los países de la OCDE, y el bajo lugar que ocupan en la escala los países de América Latina según la opinión de los consumidores de leyes de cada país. En algunos de esos indicadores América Latina está un 50% por debajo del promedio mundial y registra la mitad del puntaje de los países de la OCDE. Al examinar las últimas columnas del cuadro 6 se descubren algunas de las principales razones que explican los bajos niveles de eficiencia de los tribunales y cumplimiento de las leyes en los países de América Latina: la existencia de engorrosos procedimientos civiles que reducen la eficacia de cualquier legislación teórica. Algunos países de América Latina figuran entre los diez países del mundo con procedimientos más ineficaces.

Un sistema jurídico corrupto o ineficiente y con escaso nivel de divulgación podría hacer que las normas jurídicas fueran ineficaces. Los resultados mostrados en la presente sección no respaldan la conclusión de que la calidad de la aplicación de las leyes sustituye o compensa la calidad de las leyes. En América Latina el inversionista cuenta con escaso nivel de protección tanto por parte de las leyes como del sistema que las aplica. En la mayoría de los países de la OCDE sucede lo contrario. El escaso nivel de aplicación y contabilidad aumenta las dificultades a las que se enfrentan los inversionistas en América Latina. El bajo puntaje de protección del inversionista registrado por los países de América Latina en términos de leyes teóricas puede hacer que se subestime la gravedad del problema del GC en la región.

Los cuadros 5 y 6 muestran otro hecho importante que ha de tenerse en cuenta en las siguientes secciones del trabajo. En estos cuadros se sugiere que el nivel de aplicación está estrechamente relacionado con el ingreso *per cápita*. Los niveles de riqueza pueden tener un efecto más desconcertante en la aplicación que en las propias leyes. El análisis de regresión realizado en estudios anteriores muestra que en la mayoría de las mediciones de la aplicación, los países más ricos tienen una mayor calidad de aplicación (La Porta *et al.*, 1998).

C. EL IMPACTO DE LAS DIFERENCIAS EN LA PROTECCIÓN DE LOS ACCIONISTAS

La cuestión fundamental que se plantea en relación con la pertinencia de la ley y su aplicación es si los países con escasa protección del inversionista y baja calidad institucional sufren realmente las consecuencias teóricas. Si las leyes y su aplicación importan, entonces los países que ofrecen a los empresarios mejores condiciones de financiamiento externo tendrían mercados de capitales más amplios y de más valor. Según la idea que la ley importa presentada en la sección anterior, los países que ofrecen a los empresarios mejores condiciones tendrían un mayor número de empresas muy repartidas con un gran número de pequeños inversionistas que adquirirían parte de las acciones de esas empresas que cotizan en bolsa. Si la ley y su aplicación importan, los mercados serían menos profundos con una mayor con-

centración de propiedades en los países con bajos niveles de protección del inversionista ya que los problemas de agencia más graves exigirían que los grandes accionistas controlaran más de cerca a los directores para evitar la expropiación, y los accionistas minoritarios no estarían dispuestos a pagar un alto precio por los valores emitidos por empresas que ofrecen un amplio margen para las transacciones de *self-dealing*. Por el lado de la oferta de acciones, las empresas también serán reacias a ofrecer acciones con descuento, limitando así la participación de las minorías y la profundidad de los mercados de capitales. Por todo esto, el enfoque jurídico de la GC predice mercados financieros más estrechos y pequeños y una mayor concentración de propiedad en jurisdicciones con bajos niveles de GC. Por último, la valoración de las empresas en los países con alta protección debería ser superior a la de las empresas de países con mala GC.

En la presente sección se comparan los niveles de financiamiento externo de los distintos países y se presentan una serie de especificaciones econométricas que relacionan el origen de la legislación nacional, la calidad de la protección jurídica del inversionista y la aplicación de la ley, y el desarrollo de los mercados de capitales. De esta forma se facilita la información necesaria para determinar qué tipo de protección del inversionista parece funcionar mejor en los países de la OCDE y qué pueden aprender de ellos los países de América Latina. Este último aspecto se trata en esta sección y en las siguientes.

Por supuesto, existen otras opiniones sobre el enfoque jurídico de GC. Podemos pensar en un par de razones por las que la ley y su aplicación pueden no repercutir en el financiamiento externo de las empresas. Como se sugirió en modelos teóricos como los de Diamond (1989 y 1991) y Gomes (1996) para el pago de dividendos, puede que no se necesiten leyes y reglamentos para apoyar el financiamiento externo cuando, por ejemplo, las empresas cumplen voluntariamente sus promesas. En ese caso, las empresas devolverían los flujos de caja a los inversionistas, no porque las leyes les obligan a hacerlo, sino porque desean forjar una buena reputación para facilitar su acceso a los mercados de capitales. Lamentablemente, la buena reputación no es incentivo suficiente cuando los beneficios obtenidos mediante el engaño superan el valor de mantener abierto el financiamiento externo. Si eso ocurre, como consecuencia de un razonamiento regresivo, los inversionistas entenderían que nunca se debe ofrecer financiamiento a una empresa de ese tipo.

Un segundo escenario en el que la deficiente regulación y aplicación de las leyes puede no tener consecuencias reales es cuando las empresas pueden rechazar la legislación de la jurisdicción a la que pertenecen. Así lo sostienen Easterbrook y Fischel (1991). Los autores no creen que las normas jurídicas sean vinculantes en la mayoría de los casos ya que, ante la necesidad de capital, los empresarios empezarían a ofrecer mejores derechos de inversionista que fueran más allá de la legislación con actas constitutivas que brindarían una mayor protección. Así pues, un acta constitutiva puede deshacer las leyes impuestas y servir de contrato entre los inversionistas y los empresarios que desean obtener capital. Aunque esta es una posibilidad teórica, en la práctica plantea algunos problemas. En realidad, el rechazo de una ley ordinaria puede resultar demasiado costoso para las empresas y los inversionistas, ya que las empresas tendrían que pagar por establecer contratos no normalizados y es posible que el análisis y la comprensión de esos contratos también resulte onerosa para los inversionistas. Probablemente un elemento aún más restrictivo de este escenario es que los tribunales tendrían también que entender y validar esos contratos. Puede que los jueces no pudieran o

no quisieran aplicar esos contratos *ad-hoc*, limitando así el alcance real de los acuerdos de autoexclusión.

En último término, la cuestión de si las instituciones jurídicas son importantes es fundamentalmente empírica: si el incentivo de la buena reputación fuera muy importante y la autoexclusión sencilla y económica, las tendencias de la propiedad empresarial y la profundidad de los mercados financieros externos no guardarían relación con las diferencias en las instituciones jurídicas y la aplicación en los distintos países.⁸ Así pues, en el resto de la sección se analiza la evidencia econométrica sobre la influencia de las instituciones jurídicas en el tamaño y la amplitud de los mercados de capitales en los distintos países. En los trabajos recientes se han establecido varias mediciones que se utilizan ahora para medir el desarrollo de los mercados financieros.⁹ La medida más utilizada por lo fácil que resulta obtenerla es la del coeficiente del valor de todos los títulos que cotizan en bolsa en cada país como proporción del producto interno bruto del país. Esta medición incluye el concepto de amplitud del mercado y la valoración de las acciones comercializadas. En los gráficos III.1 y III.2 se calculan esas cifras para diversas regiones y grupos de países. Una medición conceptualmente mejor del tamaño de los mercados de capitales corregiría la medición anterior con el porcentaje de acciones que queda fuera del control de los accionistas mayoritarios. Este es el verdadero valor del capital que se encuentra en “otras manos” o en manos de inversionistas minoritarios. Si se ajusta el valor total de mercado de las acciones ordinarias de acuerdo con la fracción de acciones que poseen los accionistas minoritarios se evita sobrestimar la disponibilidad de financiamiento externo.¹⁰ Dos mediciones complementarias de financiamiento externo del capital social ayudan a establecer mejor la amplitud del mercado: el número de empresas nacionales que cotizan en bolsa en cada país en relación con su población (gráficos III.3 y III.4) y el valor de las ofertas públicas iniciales como proporción del tamaño de la economía.

Los gráficos III.1 a III.4 indican que América Latina en su conjunto se encuentra rezagada con respecto a otras regiones del mundo en términos del tamaño y la profundidad de sus mercados financieros. Si bien Chile y en algunos segmentos regulatorios Brasil y México, han hecho avances para mejorar la protección a los accionistas, la información que figura en la segunda sección sobre la escasa protección del inversionista en la mayoría de los países de la región nos permite establecer un vínculo entre protección al inversionista y profundidad de los mercados.

Desde luego, para establecer este vínculo es preciso tener en cuenta otras características nacionales ya que las circunstancias políticas, económicas o geográficas pueden también afectar el desarrollo económico de los mercados financieros. Las especificaciones economé-

⁸ Los datos de los distintos países sobre los coeficientes de pago de dividendos muestran que los pagos en países con escasa protección del inversionista son inferiores a los de países con altos niveles de GC (La Porta *et al.*, 2000). Esto sugiere que las empresas de países con leyes insuficientes y escaso nivel de aplicación no consiguen una buena reputación mediante el pago de altos dividendos a sus accionistas.

⁹ Véase Djankov *et al.* (2008) y La Porta *et al.* (2008).

¹⁰ La Porta *et al.* (1998) fueron los primeros que establecieron esa medición calculando primero una variable indirecta para la concentración de propiedad. Con esta cifra se puede multiplicar el valor total de mercado de las acciones ordinarias de todas las empresas que cotizan en bolsa por la fracción media de acciones que no están en manos de los tres mayores inversionistas (es decir, el complemento de la variable de propiedad antes descrito).

tricas incluidas en esta sección tienen en cuenta estas posibilidades introduciendo variables de control en las regresiones que representan esos efectos. Todas las regresiones toman como variable dependiente las mediciones del desarrollo de los mercados de capitales y la explican mediante los diversos índices de protección del inversionista analizados en la segunda sección y otras características nacionales.

En el cuadro III.7 se utilizan datos de la década de 1990 con medidas de protección del inversionista calculadas para la mayor muestra de países latinoamericanos, que incluye un total de 19 países de la región. Todas las especificaciones econométricas establecen regresiones de mediciones del desarrollo de los mercados de capitales a partir de variables de toda la economía, la legislación teórica y variables indirectas de la aplicación de la ley. El primer control económico es la tasa de crecimiento del PIB, que en teoría debería tener un impacto en la valoración de la empresa y las tendencias de propiedad, ya que los empresarios están más dispuestos a emitir acciones a precios atractivos en entornos de elevado crecimiento. Las especificaciones utilizan también el logaritmo del PNB total, puesto que los mercados de capitales más grandes pueden ser una actividad de creciente rendimiento a escala. Desde este punto de vista, las economías más grandes deberían tener empresas más grandes y menor concentración de propiedad con más accionistas minoritarios participando en la propiedad de las empresas. Todas las regresiones controlan “el estado de derecho” como un indicador de aplicación de la ley. Se utiliza el índice medio del “estado de derecho” de los últimos 20 años.

De los resultados del cuadro III.7 se desprende que los indicadores macroeconómicos de crecimiento del PIB y el tamaño del PIB muestran signos positivos en teoría, pero no son significativos. La variable indirecta para la aplicación de las leyes (es decir, el estado de derecho) tiene un impacto estadísticamente significativo en todas las mediciones del desarrollo de los mercados de capitales. El aumento de la aplicación en el país medio del mundo a los puntajes más altos de la muestra provoca un aumento de 23 puntos porcentuales en la capitalización del mercado con relación al PNB, 15 puntos porcentuales de capitalización externa del mercado con relación al PNB, 11 empresas y 1,2 ofertas públicas iniciales por millón de habitantes.

En los demás cuadros de regresiones del trabajo se utilizan datos más recientes sobre el desarrollo de los mercados de capitales para la muestra de países que disponen de medidas de protección del inversionista en La Porta *et al.* (2006) y Djankov *et al.* (2008). Aunque esos cuadros incluyen una muestra global mayor y datos más recientes, no es posible utilizar tantos países de América Latina como en el cuadro III.7 ya que los índices más recientes de protección del inversionista no incluyen tantos países de esa región. Otra razón por la que se presentan varios grupos de regresiones en los siguientes cuadros es para ilustrar que los resultados son también robustos para otras muestras, períodos e índices múltiples de protección de los accionistas.

El cuadro III.8 puede considerarse un cuadro de robustez y homogeneización en el que se presentan los resultados de los otros tres grupos de mediciones de la protección del accionista que figuran en los cuadros III.2 a III.5. En el cuadro 8 se utiliza como control alternativo para toda la economía la riqueza del ciudadano medio, representada por el logaritmo del PNB per cápita. Esta medición es una variable indirecta que representa el tamaño de la economía y el crecimiento utilizados en el cuadro III.7. Los resultados muestran que el logaritmo del PNB

per cápita predice constantemente mayores mercados de capitales con significancia estadística. Las especificaciones de este cuadro utilizan también una medición alternativa de la aplicación de las leyes desarrollada por Djankov *et al.* (2003). Como se explica anteriormente, esta variable mide la duración media de los procedimientos civiles para un mismo reclamo simple realizado para cobrar un cheque rechazado por medio de los tribunales de cada país. En general, los resultados muestran que los sistemas jurídicos menos eficientes conducen a mercados de capitales menos desarrollados, pero no se alcanza la significancia en todas las especificaciones.

Los resultados del impacto de las distintas mediciones de la protección del accionista presentadas en los cuadros III.2 a III.5 pueden resumirse fácilmente: todas las medidas de protección del accionista tienen una gran repercusión en el financiamiento del capital social, tanto en términos estadísticos como económicos, a mediados de los años noventa o en los datos para el período posterior a 2000. Para ilustrar la magnitud de este impacto, resulta útil pensar en la diferencia que tendría un aumento de dos desviaciones estándar de los derechos antidirector en la década de 1990 y en los cálculos más recientes a partir de 2008. Ese incremento provocaría un aumento de entre 23 y 29 puntos porcentuales en el coeficiente de capitalización del mercado. Las mediciones para la regulación del *self-dealing* y la oferta pública inicial tienen también un gran impacto en el tamaño de los mercados de capitales. Un aumento de dos desviaciones estándar en los requisitos de divulgación y el nivel de responsabilidad en una oferta pública inicial se traduce en un incremento de la capitalización bursátil respecto del PNB de entre 49 y 37 puntos porcentuales, respectivamente. Por último, la misma variación en el índice de mecanismos contra el *self-dealing* provocaría un incremento de 39 puntos porcentuales de capitalización bursátil respecto del PNB.

En la última regresión del cuadro III.8 se aborda la idea de que los distintos índices de protección del inversionista obtenidos en las regresiones anteriores estén estrechamente relacionados y, por lo tanto, su impacto en el desarrollo de los mercados bursátiles puede no ser independiente. Para tratar esta cuestión, se calcula un índice agregado de todas las medidas anteriores de protección del inversionista con miras a capturar la eficacia de todas las medidas de aplicación privada de la GC. Para calcular ese valor se utiliza la metodología de los componentes principales. Como se aprecia en la última regresión del cuadro, esta medida agregada de aplicación privada de la protección del inversionista amplía sustancialmente el financiamiento externo. Un aumento de dos desviaciones estándar de nuestro índice de aplicación privada lleva a un aumento de entre aproximadamente 43 y 51 puntos porcentuales de capitalización bursátil respecto del PNB. Esta evidencia apoya la idea de que si ha de realizarse una reforma en la región, las medidas que facilitan la divulgación y dan a los inversionistas poder para actuar tienen un impacto más directo en el desarrollo de los mercados de capitales locales.

En general, los resultados de los cuadros III.7 y III.8 muestran que la aplicación de la ley y los derechos de los accionistas, en particular los relacionados con los mecanismos privados de aplicación, tienen un gran impacto en la disponibilidad de financiamiento bursátil externo en los países. Estos cálculos econométricos corroboran la hipótesis de que parte del desarrollo de los mercados de capitales en los países de la OCDE y del considerable subdesarrollo de los mercados financieros de América Latina se debe a los diferentes niveles en cuanto a protección del accionista en las distintas legislaciones y grado de aplicación en ambas regiones.

D. EL DEBATE ENTRE LA APLICACIÓN PÚBLICA Y LA APLICACIÓN PRIVADA DE LA LEY

Como se indica en la sección 2 del trabajo, una de las principales diferencias entre los países de la OCDE y los países en desarrollo es la calidad y solidez de los mecanismos de aplicación. Ya en los primeros trabajos sobre protección del inversionista los autores reconocieron que la ley teórica sólo puede mejorar los mercados de capitales hasta un cierto nivel y que la aplicación es un componente adicional que ha de tenerse en cuenta. La Porta *et al.* (1998) llegaron a la conclusión de que los países más ricos tienen medidas de aplicación considerablemente mejores en todas las categorías. Estas conclusiones han impulsado recientemente una ola de nuevos estudios en el ámbito de la legislación y el financiamiento en los que se trata de analizar el impacto de medidas de aplicación alternativas, y han hecho que este sea uno de los temas más candentes en los actuales trabajos sobre legislación y financiamiento (para el análisis de algunas de estas cuestiones véanse Jackson y Roe (2008) y Djankov *et al.* (2008)). En esta sección se aborda ese debate y se presentan algunas evidencias que podrían ayudar a aclarar las prioridades en los países con mercados de capitales menos desarrollados, como los de América Latina.

1. La aplicación pública por parte de reguladores y la eficiencia de los tribunales

La aplicación de las leyes de protección del inversionista depende fundamentalmente de dos pilares: las características y los poderes del regulador, y la eficiencia de los tribunales. En lo que respecta a la aplicación por parte del regulador del mercado de valores, se ha sostenido que las características particulares del regulador hacen que esta sea más o menos eficiente (Holmstrom y Milgrom, 1991; Spiller y Ferejohn, 1992; Johnson, Glaeser y Shleifer, 2001; Pistor y Xu, 2002 entre otros). En esa misma línea, la eficacia de un regulador puede depender de su grado de independencia del ejecutivo así como de la atención prestada. Un regulador muy independiente del ejecutivo podría resistir mejor la presión política. Del mismo modo, un regulador dedicado específicamente al mercado de valores corre menos riesgo de distraerse con otras preocupaciones. Los poderes del regulador son también de suma importancia: sus poderes para investigar, su derecho a sancionar la conducta indebida y su capacidad de exigir documentos, evitar algunas acciones e imponer sanciones penales pueden influir en el comportamiento de los mercados financieros. Como se explica en la sección 2, La Porta *et al.* (2006) crearon un índice de características del regulador en el caso de la emisión de una oferta pública inicial.

Los poderes del regulador para imponer multas y penas de privación de libertad a quienes participen en la aprobación de una transacción de *self-dealing* también pueden ser importantes. Para este caso, La Porta *et al.* (2008) crearon índices alternativos que ya se han explicado en la sección 2 del presente trabajo. El análisis del impacto de estas medidas puede ser importante al diseñar o reformar una institución reguladora, ya que puede ocurrir que algunos factores se pasen por alto y se preste mucha más atención a otras características que sólo tienen una importancia marginal. Por ejemplo, las sanciones penales se consideran una reforma de vital importancia para lograr una regulación de valores eficaz, pese a que la evi-

dencia empírica muestra que su impacto real es mínimo. En el resto de la sección se analizan cuestiones relacionadas con la aplicación pública por parte de reguladores y se contrastan esas mediciones con las analizadas previamente en la sección 3, que se basan en mecanismos que facilitan la aplicación privada.

El segundo pilar de la aplicación de la protección del inversionista es el sistema judicial de cada país. El resultado de la legislación de valores o *self-dealing* depende de la eficiencia de los tribunales para ejecutar esas leyes. Aunque existen muchos argumentos y modelos que sugieren que la aplicación de los derechos del inversionista, y de los derechos de propiedad en general, es fundamental para el desarrollo económico, la teoría por sí sola no basta para determinar qué mecanismo resulta óptimo.

Existen tres grupos básicos de teorías sobre la eficiencia de los tribunales. La “teoría del desarrollo” sostiene que los tribunales, al igual que todas las instituciones, tienen un costo fijo y, por tanto, no serán eficientes hasta que se alcance un nivel adecuado de desarrollo

Cuadro III.7
MERCADOS DE CAPITAL Y DERECHOS DE LOS ACCIONISTAS
A MEDIADOS DE LOS AÑOS NOVENTA

Regresiones de la sección transversal de 59 países de los datos de mediados de 1990. Las variables dependientes son: (1) Capitalización del mercado/PNB; (2) Capitalización del mercado externo/PNB; (3) Número de empresas domésticas listadas en la bolsa de valores/ millón de personas; y (4) Número de OPV/millón de personas. Todas las variables son definidas en el Apéndice A. Errores tabulares robustos aparecen en paréntesis.

	Variables dependientes			
	Capitalización del mercado/PNB	Capitalización del mer- cado externo /PNB	Compañías domésticas/Pob	OPV/ Pob
Derechos anti-directores años noventa	14.356 (3,8124) ^a	11.988 (3,8124) ^a	5,7608 (2,3183) ^{ab}	0,4347 (0,1555) ^a
Crecimiento de PIB	2,7658 (3,9783)	2,0931 (4,0054)	4,1525 (2,7734)	0,3948 (0,4171)
Log PNB	5,4743 (4,2443)	4,9795 (3,5746)	-3,1838 (1,6264)*	-0,0989 (0,2081)
Estado de derecho	8,2832 (3,7641) ^a	6,9628 (2,3713) ^a	4,0502 (1,0967) ^a	0,3797 (0,0965) ^a
Constante	-123,5637 (39,8723) ^a	-95,4152 (32,5668) ^a	7,7958 -15,0785	-1,6353 (0,1555) ^a
Número de observaciones	58	56	58	58
R2 Ajustado	0,46	0,49	0,35	0,39

Fuentes de datos: La Porta *et al.* (1997, 1998) y López-de-Silanes (2003).

a. significativo a 10%; b. significativo a 5%; c. significativo a 1%.

(Demsetz, 1967; North 1981). Según esta teoría, una sociedad pobre pocas veces tiene un sistema jurídico eficiente mientras que una rica sí lo tiene. La teoría de los “incentivos” de los tribunales sostiene que los incentivos de los participantes determinan el resultado y la eficiencia del sistema jurídico (Messick, 1999). Los tribunales no funcionarán bien si los agentes tienen incentivos para alargar los procesos judiciales o recurrir a litigios para resolver cuestiones sin importancia, mientras que trabajarán de manera más eficiente si existen incentivos para resolver disputas de manera rápida y si los agentes tienen que hacer frente a los costos de recurrir al sistema judicial (es decir, el que pierde paga los costos). La tercera teoría es la del “formalismo de procedimiento” y sostiene que las características básicas de la mayoría de los sistemas jurídicos no son endógenas sino que fueron traspasadas hace años de una familia limitada de familias jurídicas (Djankov *et al.*, 2003). El presente trabajo sigue la teoría del formalismo de procedimiento y analiza la relación entre el nivel de formalismo judicial heredado y sus efectos en los mercados financieros.

No obstante, para que la aplicación privada tenga éxito es necesario establecer un mecanismo de aplicación eficiente y una serie de procedimientos civiles que permitan resolver los litigios de manera rápida y justa. En muchas ocasiones el excesivo formalismo y los bloqueos innecesarios impiden al sistema judicial cumplir su función de garante de la aplicación privada. Por eso es fundamental analizar la estructura de los tribunales y sus procedimientos. Los economistas casi siempre dan por sentado que las leyes y los contratos se aplican correctamente, y mantienen un interminable debate sobre las dificultades relacionadas con la eficiencia de los contratos, como la información asimétrica y el daño moral, ignorando esta fuente de ineficiencia que puede ser mucho más importante. Es esencial tener en cuenta las dificultades relacionadas con la aplicación de las leyes y los contratos y analizar qué características del sistema jurídico pueden modificarse para minimizar los costos y maximizar así el crecimiento económico.

Se han creado instituciones jurídicas encargadas de hacer cumplir los contratos, que constituyen una muestra que podemos aprovechar para analizar los factores que determinan la eficiencia del sistema judicial. Permaneciendo todo lo demás constante, un mayor formalismo del sistema judicial puede alargar el tiempo necesario para resolver un litigio, disminuir el cumplimiento de los contratos, aumentar la corrupción y debilitar la rectitud de los tribunales (Djankov *et al.*, 2003). Esto sugiere claramente que los diversos mecanismos utilizados para hacer cumplir la ley tienen efectos muy distintos y que los sistemas jurídicos con procedimientos estrictamente codificados que alargan los litigios se asocian a una aplicación de contratos y leyes menos eficiente.

2. El impacto de la fortaleza del regulador y la eficiencia de los tribunales

Por supuesto, ningún sistema de aplicación es perfecto, por lo que es necesario analizar cada uno de ellos para determinar cuál es el mejor para una situación particular. Puede que la aplicación privada funcione bien en algunas circunstancias, pero puede degenerar en violencia y abre la puerta a la corrupción de los jueces. La aplicación pública puede ser efectiva en un entorno determinado, pero también puede ser “capturada” por intereses especiales o recibir una influencia indebida de agentes con poder político.

Cuadro III.8**CAPITALIZACIÓN DEL MERCADO Y MEDIDAS DE PROTECCIÓN AL INVERSIONISTA**

Regresiones para la sección transversal de países utilizando diferentes medidas de protección a inversionistas. La variable dependiente en todas las regresiones es la capitalización del mercado de valores del país/ PNB. Todas las variables son definidas en el Apéndice A. Las distribuciones-t provenientes de errores tabulares robustos se muestra en paréntesis.

	Capitalización del mercado/ PNB					
Derechos antidirectores 1990s	14,3777					
	(2,58) ^b					
Derechos antidirectores 2008	10,0716					
	(1,82) ^c					
Requisitos de revelación en OPV	104,7693					
	(4,02) ^a					
Estándares de demanda en OPV	72,6623					
	(3,87) ^a					
Índice anti- <i>self-dealing</i>	83,3342					
	(2,51) ^b					
Componente principal de todas las medidas de aplicación privada de la ley	15,7700					
	(3,59) ^a					
Log (PIB per cápita)	18,0808	22,3815	17,3902	16,6213	20,9151	16,9974
	(3,49) ^a	(5,21) ^a	(3,52) ^a	(3,40) ^a	(5,08) ^a	(3,41) ^a
Log (días para cobrar un cheque)	-24,8784	-13,2081	-16,1920	-22,5142	-11,3748	-13,4440
	(2,33) ^b	(1,48)	(1,39)	(1,70)	(1,66)	(1,26)
Constante	2,4870	-94,3833	-55,9920	12,1254	-94,3996	-4,2254
	(0,04)	(1,50)	(0,68)	(0,15)	(2,01) ^b	(0,06)
Número de observaciones	49	71	49	49	71	49
R2 Ajustado	0,40	0,39	0,43	0,39	0,45	0,44

Fuente de datos: La Porta et al. (2006, 2008).

a. significativo a 10%; b. significativo a 5%; c. significativo a 1%.

En el cuadro III.9 se aborda este debate calculando si los dos índices que miden la aplicación pública son estadísticamente significativos (significancia). Las dos primeras regresiones del cuadro replican el mismo tipo de especificaciones que en las regresiones del cuadro III.8 para los mecanismos de aplicación privada basados en leyes corporativas y de valores. Estas especificaciones simples muestran que solo la medida de la aplicación pública de la legislación de valores durante una oferta pública inicial tiene un efecto positivo en el desarrollo de

los mercados de capitales alcanzando la significancia al nivel del 5%. La fortaleza de la aplicación pública en el caso de las transacciones de *self-dealing* no tiene un impacto significativo en el desarrollo de los mercados de valores de los distintos países. De hecho, el coeficiente de este índice es negativo, aunque no es significativo. La última regresión del cuadro utiliza la misma metodología de componentes principales esbozada en el cuadro 8 al crear una medida agregada de aplicación pública que engloba los dos índices anteriores del cuadro. En contraste con lo que encontramos para el componente principal de las medidas de aplicación privada del cuadro III.8, el componente principal de las medidas de aplicación pública tiene un coeficiente negativo. A primera vista, las variables de la aplicación pública parecen tener un impacto menor o insignificante en el desarrollo de los mercados de capitales.

Los resultados del cuadro III.9 merecen un análisis más profundo. Por eso, en el cuadro III.10 se analiza más a fondo el impacto de las medidas de aplicación privada (la divulgación y el nivel de responsabilidad) y de aplicación pública (las características, los poderes y la fortaleza del regulador del mercado de valores) en el contexto de una oferta pública inicial.

Cuadro III.9
CAPITALIZACIÓN DEL MERCADO Y APLICACIÓN PÚBLICA

Regresiones para la sección transversal de países utilizando diferentes medidas de protección a inversionistas. La variable dependiente en todas las regresiones es la capitalización del mercado de valores del país / PNB. Todas las variables son definidas en el Apéndice A. Las distribuciones-t provenientes de errores tabulares robustos se muestra en paréntesis.

	Capitalización del mercado/ PNB		
Aplicación pública de leyes de valores	91,8696 (2,07) ^b		
Aplicación pública de <i>anti-self-dealing</i>		-14,9931 (1,02)	
Componente principal de todas las medidas de aplicación pública de la ley			-18,2791 (1,75) ^c
Log (PIB per cápita)	19,5489 (3,60) ^a	23,4120 (5,08) ^a	21,5449 (3,64) ^a
Log (días para cobrar un cheque)	-32,7852 (2,70) ^a	-17,4775 (1,77) ^c	-29,0926 (2,50) ^b
Constante	26,0813 (0,32)	-40,6648 (0,67)	37,0918 (0,46)
Número de observaciones	49	71	49
R2 Ajustado	0,41	0,37	0,40

Fuente de datos: La Porta *et al.* (2006, 2008).

a. significativo a 10%; b. significativo a 5%; c. significativo a 1%.

En el cuadro III.10 se muestra que la aplicación privada, que ahora se calcula como un índice agregado de la divulgación y el nivel de responsabilidad de la legislación de valores en La Porta *et al.* (2006), se asocia con mercados de valores más desarrollados para las siete variables dependientes. Los coeficientes estimados predicen que un aumento de dos desviaciones estándar en la aplicación privada (aproximadamente la distancia entre Irlanda y los Estados Unidos) se asocia con: un aumento de 30 puntos porcentuales en la capitalización del mercado respecto del PIB; un aumento del 55% del número de empresas que cotizan en bolsa *per cápita*; un aumento de 2,34 en el coeficiente de la oferta pública inicial en relación con el PIB; una disminución de 12 puntos porcentuales en las primas de control; una mejora de un punto porcentual en el índice de acceso al capital social; una disminución de 5,25 puntos en el índice de manipulación de las ganancias, y una reducción de 10 puntos porcentuales en la concentración de propiedad. En el gráfico III.5 se muestra el impacto en el desarrollo de los mercados de capitales que se representa por los coeficientes de capitalización del mercado respecto del PIB.

Por otra parte, según los resultados del índice agregado de aplicación pública de los poderes y las características del supervisor, el impacto de la aplicación pública en los mercados de capitales es menor y no se alcanza la “significatividad” estadística de manera constante. En el gráfico III.6 se muestra la falta de poder de aplicación pública de la legislación de valores en la capitalización del mercado en relación con el PIB. La aplicación pública únicamente es estadísticamente significativa en dos de las siete variables: las empresas nacionales que co-

Cuadro III.10
APLICACIÓN DE LA LEY PRIVADA Y PÚBLICA

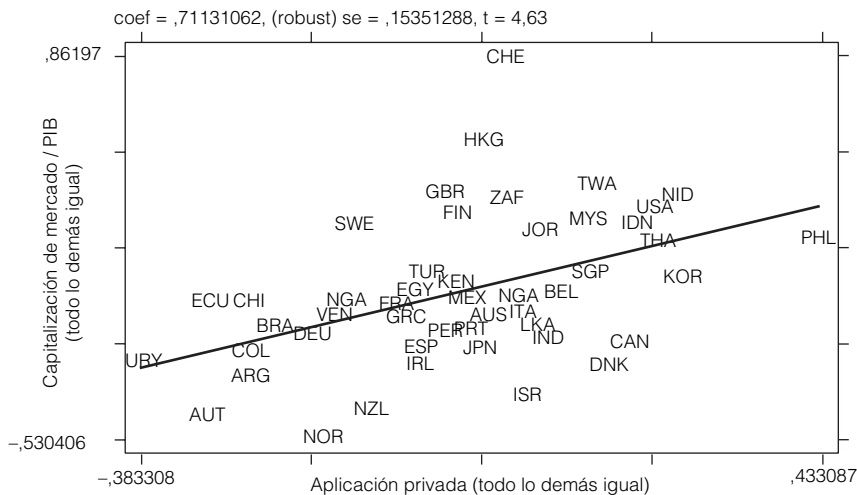
	Capitalización del mercado/ PNB						
Aplicación de la ley privada	0,6849 ^a (0,1681)	1,0900 ^b (0,5260)	4,7998 ^a (1,6681)	-0,3100 ^a (0,1128)	2,5366 ^a (0,6580)	-9,0592 (7,7756)	-0,2784 ^a (0,0998)
Aplicación de la ley pública	0,0814 (0,2062)	0,6767 (0,4723)	2,3692 (10,8046)	0,0702 (0,6989)	-0,4469 (0,6966)	-5,4508 (6,8066)	0,1469 (0,0951)
Eficiencia de sistema judicial	0,0402 ^b (0,0198)	0,2376 ^a (0,0672)	-0,0568 (0,2043)	-0,0061 (0,0119)	0,1845 ^a (0,0582)	-0,4468 (0,7566)	-0,0063 (0,0096)
Log (días per cápita)	0,0907 ^a (0,0213)	0,2810 ^b (0,1053)	1,1375 ^a (0,2371)	-0,0005 (0,0235)	0,1129 (0,0944)	-0,7772 (1,2605)	-0,0232 ^c (0,0133)
Constante	-1,1599 ^a (0,2099)	-2,8616 (0,575)	10,1569 ^a (1,9611)	0,3538 ^c (0,1802)	1,8034 ^b (0,7371)	39,4791 ^b (9,6686)	0,8753 ^a (0,46)
Observaciones	49	71	49	37	44	29	49
R ² Ajustado	0,55	0,7	0,39	0,32	0,57	0,24	0,4

Fuente de datos: La Porta *et al.* (2008).

a. significativo a 10%; b. significativo a 5%; c. significativo a 1%.

Gráfico III.5

APLICACIÓN PRIVADA DE LA LEY: GRÁFICO PARCIAL DE DISPERSIÓN DEL ÍNDICE DE APLICACIÓN DE LA LEY Y DE CAPITALIZACIÓN DE MERCADO



tizan en bolsa por millón de habitantes y el valor de las ofertas públicas iniciales en relación con el PIB en un año promedio. Un aumento de dos desviaciones estándar en la aplicación pública (aproximadamente la distancia entre Suecia y los Estados Unidos) se asocia a un incremento del 42% en el número de empresas que cotizan en bolsa *per cápita* y añade un 1,6 al coeficiente de la oferta pública inicial en relación con el PIB.

En la última parte del cuadro III.10 se presentan los resultados de una carrera entre las variables indirectas de la aplicación privada y pública. El resultado clave que surge de este cuadro es que la aplicación privada es estadísticamente significativa en todas las regresiones excepto en una (manipulación de las ganancias), incluso si existe una sólida aplicación pública. En contraste, la aplicación pública nunca es significativa cuando se combina con la aplicación privada (es decir, de las regresiones de las empresas nacionales y las ofertas públicas iniciales se desprende que la aplicación privada deja fuera a la aplicación pública).

Los resultados de este cuadro siguen la misma línea que los de La Porta *et al.* (2006). En ese estudio, los autores realizaron un trabajo adicional para probar la robustez de esas conclusiones y abordaron la cuestión de que la aplicación pública sólo puede ser efectiva en los países con burocracias estatales eficientes. Para tratar esta cuestión los autores realizaron regresiones separadas para la submuestra de países con PIB *per cápita* superior e inferior a la media. No encontraron ninguna evidencia consistente de que la aplicación pública tuviera una correlación con la existencia de mercados de valores más amplios en esos países.

Otra preocupación que se aborda en ese trabajo es que la aplicación pública puede ser ineficaz si el supervisor carece de los recursos adecuados. Los autores recopilaban datos sobre el número de empleados que trabajaban para el supervisor poniéndose en contacto con cada supervisor y pidiendo la información directamente. Encontraron que ese número era

Cuadro III.11
MERCADO DE CAPITALES, APLICACIÓN PRIVADA Y MEDIDAS ALTERNATIVAS DE APLICACIÓN PÚBLICA

Regresiones para la sección transversal de países que utilizan todas las medidas de aplicación privada y medidas alternativas de aplicación pública. Todas las variables dependientes son definidas en el Apéndice A. Errores estándar robustos se muestran en paréntesis.

	Capitalización del mercado (1999-2003)	Capitalización del mercado externo (1996-2000)	Compañías listadas (1999-2003)	Compañías listadas (1996-2000)	OPV / PIB (1996-2000)	Vol. comercial (1996-2000)	Movimiento total (1996-2000)	Acceso a capital (1999)	Concentración de propiedad	Prima del bloque
Panel A: Indicador de aplicación pública es empleados de SEC por un millón de personas										
Empleados de SEC/ pob.	0,1814 [0,378]	-0,0003799 [0,00180]	0,6717 ^a [0,173]	0,5699 ^a [0,128]	0,03610 [0,0229]	-0,1854 [0,302]	-0,4760 ^b [0,230]	-0,008579 [0,00575]	0,002231 ^a [0,000657]	0,001444 ^b [0,000682]
Requisitos de revelación en OPV	64,494 ^a [23,78]	0,4153 ^a [0,136]	17,787 [11,07]	16,535 ^c [8,673]	3,2894 ^c [1,703]	60,668 ^b [28,93]	41,224 [32,93]	1,4756 ^a [0,439]	-0,2081 ^a [0,0757]	-0,2834 ^c [0,142]
Estándares de demanda en OPV	39,917 ^c [20,56]	0,3119 ^b [0,134]	10,533 [12,22]	10,518 [11,50]	2,2237 [1,477]	71,547 ^b [30,77]	39,234 [38,84]	1,1050 ^b [0,478]	-0,05977 [0,0614]	-0,07897 [0,0713]
Índice anti-director	-0,2551 [5,549]	0,01237 [0,0327]	0,1431 [1,862]	0,4027 [1,596]	-0,1245 [0,314]	-4,4098 [5,742]	0,4258 [10,01]	-0,1380 [0,0872]	-0,02529 ^c [0,0135]	-0,01408 [0,0191]
Eficiencia jurídica	4,6484 [3,682]	0,04433 ^b [0,0214]	3,1326 ^b [1,390]	3,8199 ^a [1,304]	-0,07892 [0,204]	-2,2279 [4,994]	-13,801 ^b [5,627]	0,1916 ^a [0,0630]	-0,01611 [0,00971]	-0,009804 [0,0117]
Log PIB per cápita	18,523 ^a [5,319]	0,1157 ^a [0,0324]	2,6896 [2,375]	2,0522 [1,703]	1,3476 ^a [0,360]	24,056 ^c [7,941]	32,320 ^a [10,17]	0,3043 ^c [0,162]	-0,04115 ^c [0,0230]	-0,007769 [0,0385]
Constante	-198,03 ^a [46,50]	-1,4465 ^a [0,303]	-51,665 ^b [20,08]	-50,266 ^a [16,11]	-12,094 ^a [3,052]	-211,28 ^a [59,65]	-165,74 ^b [74,46]	-0,1272 [1,400]	1,1656 ^a [0,178]	0,4937 [0,340]
Observaciones	46	46	46	46	46	46	46	41	46	35
R-cuadrado	0,50	0,57	0,62	0,62	0,43	0,32	0,24	0,63	0,52	0,39

(Continúa en la página siguiente)

(Continuación cuadro III.11)

	Capitalización del mercado (1999-2003)	Capitalización del mercado externo (1996-2000)	Compañías listadas (1999-2003)	Compañías listadas (1996-2000)	OPV / PIB (1996-2000)	Vol. comercial (1996-2000)	Movimiento total (1996-2000)	Acceso a capital (1999)	Concentración de propiedad	Prima del bloque
Panel B: Indicador de aplicación pública es Presupuesto de SEC sobre PIB										
Presupuesto de SEC/ PIB	0,05384 [0,135]	-0,0002395 [0,000787]	0,07486 [0,0519]	0,07509 [0,0563]	0,001778 [0,00724]	-0,01056 [0,133]	0,05814 [0,113]	0,001128 [0,00236]	-0,0001586 [0,000319]	0,0008397 ^c [0,000449]
Requisitos de revelación en OPV	52,744 [37,74]	0,5819 ^b [0,213]	9,0506 [14,24]	13,513 [11,72]	3,8348 [2,683]	77,917 [46,20]	33,797 [44,70]	1,2606 ^b [0,470]	-0,3061 ^a [0,0832]	-0,2831 ^c [0,155]
Estándares de demanda en OPV	39,756 ^c [21,14]	0,3255 ^b [0,145]	15,634 [12,34]	14,288 [11,84]	2,6517 ^c [1,472]	74,333 ^b [31,06]	47,697 [32,07]	1,0206 ^b [0,468]	-0,04009 [0,0613]	-0,1289 [0,0805]
Índice anti-director	1,4510 [7,548]	0,008705 [0,0427]	1,8977 [1,996]	2,0005 [1,675]	-0,09361 [0,359]	-7,6008 [7,389]	-8,4229 [7,624]	-0,1144 [0,0947]	-0,01762 [0,0132]	-0,01385 [0,0186]
Eficiencia jurídica	3,3509 [5,449]	0,05017 [0,0307]	2,6088 ^c [1,394]	3,3748 ^a [1,079]	-0,08420 [0,292]	-3,2367 [6,371]	-15,523 ^b [6,479]	0,1530 [0,0921]	-0,01403 [0,0114]	-0,003722 [0,0107]
Log PIB per cápita	22,007 ^b [9,096]	0,09482 [0,0573]	8,5839 ^b [3,807]	7,5515 ^b [3,566]	1,7213 ^b [0,693]	28,855 ^b [13,47]	46,203 ^a [13,71]	0,4219 [0,310]	-0,04818 [0,0297]	-0,02530 [0,0404]
Constante	-222,11 ^a [65,67]	-1,3850 ^a [0,443]	-103,76 ^a [33,45]	-102,00 ^a [34,64]	-15,967 ^a [5,232]	-255,86 ^b [101,9]	-271,16 ^a [97,75]	-1,0301 [2,566]	1,2797 ^a [0,223]	0,6089 [0,362]
Observaciones	39	39	39	39	39	39	39	36	39	32
R-cuadrado	0,41	0,53	0,49	0,51	0,37	0,31	0,35	0,63	0,57	0,46

Fuentes de datos: La Porta *et al.* (2006), Jackson y Roe (2008).
a. significativo a 10%; b. significativo a 5%; c. significativo a 1%.

insignificante cuando se incluía en las regresiones. Además, para capturar cualquier interacción entre la aplicación pública y los recursos del supervisor, dividieron la muestra en dos grupos dependiendo de si el número de empleados que trabajaban para el supervisor estaba por encima o por debajo de la media y realizaron regresiones independientes para cada grupo de países. La aplicación pública era estadísticamente significativa únicamente en el caso de las ofertas públicas iniciales y la manipulación de ganancias en los países con reguladores dotados de numeroso personal (y en el caso de las empresas nacionales en países con reguladores con poco personal).

El debate sobre la eficiencia de la aplicación pública no acabó ahí. En un reciente trabajo de Jackson y Roe (2008), los autores sostienen que la aplicación pública importa tanto o más que las anteriores medidas de divulgación y nivel de responsabilidad desarrolladas por La Porta *et al.* (2006). Lamentablemente, el trabajo presenta algunas incoherencias en los datos y las especificaciones que no permiten probar nítidamente la validez de esas afirmaciones. Por ello, y para probar sus resultados sistemáticamente, se presenta un cuadro final de resultados sobre los mecanismos de aplicación pública y privada y su impacto en el desarrollo de los mercados de valores.

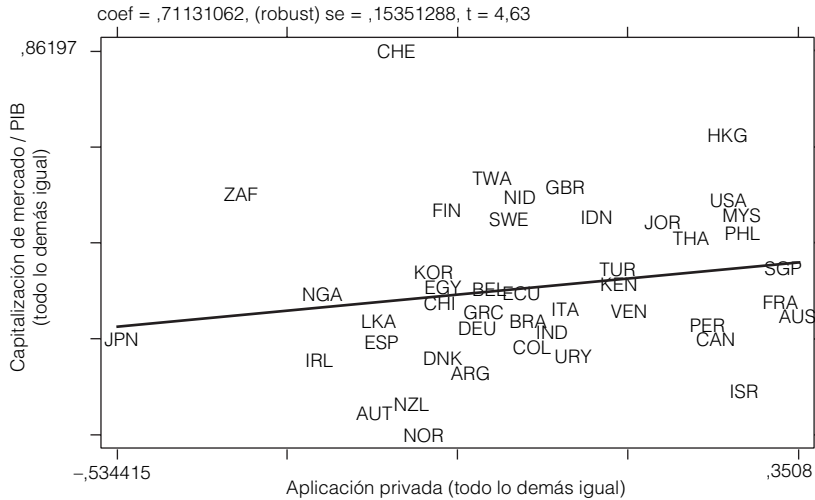
En el cuadro III.11 se utiliza el conjunto más amplio de medidas de desarrollo de los mercados de capitales utilizadas en trabajos anteriores para varios períodos de la década de los noventa y de la presente década. Estas medidas complementan las utilizadas en Jackson y Roe (2008), que algunas veces se basan en datos de un solo año. En este cuadro se utiliza también una especificación consistente que incluye al mismo tiempo diversas variables indirectas de aplicación privada, que puede considerarse como un grupo fuerte de controles si se tiene en cuenta la correlación existente entre esas variables, así como el PIB *per cápita* y la eficiencia del poder judicial, que permiten extrapolar la relación entre todas las medidas de aplicación y todas las medidas de desarrollo del mercado.

El cuadro III.11 se divide en dos partes y en cada una se utiliza un indicador alternativo para medir la aplicación pública por parte del regulador ofrecida en Jackson y Roe (2008).¹¹ Los resultados de ambas partes son muy distintos a los mostrados en ese trabajo. Las conclusiones muestran que cuando se eliminan las diferencias en las especificaciones y se realiza una serie constante de regresiones en múltiples períodos, la aplicación pública no resulta tan importante como la divulgación y el nivel de responsabilidad. En la parte A, donde la aplicación pública se representa mediante el número de empleados de la Comisión de Valores y Bolsa como proporción de la población de cada país, la aplicación pública sólo se asocia significativamente con mercados de capitales más amplios en 2 de las 10 especificaciones (las relativas al número de empresas que cotizan en bolsa por millón de personas). De hecho, estadísticamente tiene una relación significativamente negativa con el desarrollo de los mercados de capitales en 3 de las 10 especificaciones (volumen de ventas, concentración de la propiedad y primas de control). En la parte B se muestra que la representación de la

¹¹ Existen también algunas diferencias importantes entre los datos de esos autores y los recopilados en La Porta *et al.* (2006) debido a que esas cifras proceden de una fuente indirecta y a veces no se refieren al mismo tipo de regulador. Además, la metodología utilizada para calcular esas medidas no es clara y puede presentar algún margen de error, ya que los autores extrapolan cifras de una única fuente para varios países en que los reguladores controlan diversos mercados.

Gráfico III.6

APLICACIÓN PÚBLICA DE LA LEY: GRÁFICO PARCIAL DE DISPERSIÓN DEL ÍNDICE DE APLICACIÓN DE LA LEY Y DE CAPITALIZACIÓN DE MERCADO



aplicación pública basada en el presupuesto de la Comisión de Valores y Bolsa no es mucho mejor: es insignificante en 9 de las 10 regresiones y tiene el signo incorrecto estadísticamente significativo en la última especificación de las primas de control. En contraste con estos resultados, la divulgación y/o el nivel de responsabilidad son significativos en la mayoría de las regresiones de ambas partes.

Debido al gran impacto de la aplicación privada, es preciso examinar los mecanismos para la resolución de litigios privados. El funcionamiento de los tribunales en los distintos países dista mucho del ideal que se presenta en la mayoría de los modelos económicos ya que la aplicación de los contratos y las leyes mediante litigios tiene un costo sustancial. Existen también grandes diferencias entre países, lo que obliga a preguntarse qué cambios han de hacerse en el sistema judicial para que los tribunales funcionen de manera eficiente. Para responder a esta pregunta, Djankov *et al.* (2003) analizan los procedimientos jurídicos concretos que se precisan para desahuciar a un arrendatario por impago del arriendo y para cobrar un cheque rechazado por medio de los tribunales locales de la ciudad más grande del país, y obtienen la información del cuestionario presentado a abogados de 109 países asociados a Lex Mundi y Lex Africa. En ese cuestionario se hacían preguntas detalladas sobre la cuantía del reclamo, la ubicación y las principales características de los litigantes, la presencia de regulaciones locales, la naturaleza de la reparación solicitada por el demandante, el fundamento de los reclamos de las partes y las implicaciones sociales de la decisión judicial.

Los resultados de los dos últimos gráficos del estudio muestran la importancia de la eficiencia de los tribunales. En el gráfico III.7 se observa que el formalismo de los tribunales tiende claramente a prolongar la duración de los procesos judiciales. Los resultados son esta-

dísticamente significativos al nivel del 1%. A menudo se sostiene que aunque el formalismo excesivo prolongue los procesos, esto no debería ser un problema ya que ese es el precio que un país debe pagar por tener un sistema jurídico más justo y objetivo. No obstante, en el gráfico III.8 se muestra que eso es falso. Contrariamente a lo que cabría esperar, un mayor formalismo en el sistema judicial se asocia a una menor equidad e imparcialidad del sistema. El formalismo no sólo tiene un costo en términos de duración del proceso, sino que además no mejora la equidad y la imparcialidad. Estos resultados son sólidos con respecto a las variables instrumentales que tienen en cuenta el posible carácter endógeno del formalismo de los tribunales.

E. CONCLUSIÓN

En tiempos de crisis las naciones típicamente recurren a las herramientas regulatorias que tienen disponibles o que han utilizado en el pasado. Así, como consecuencia de la crisis financiera de 2008, varios países de la OCDE y de otras regiones han reaccionado aumentando la intervención estatal, sobre todo en el sector financiero. Algunas de estas intervenciones han adoptado la forma de absorciones de empresas o nacionalizaciones explícitas o implícitas. Es muy probable que esta ola de reacción a la profundización de la crisis financiera arroje como resultado una mayor participación estatal, un aumento de la regulación del sector financiero, y la ampliación de los ámbitos o actividades financieras sujetos a regulación. La amenaza es que la regulación con la que terminemos sea excesiva y nos lleve a niveles demasiado invasivos que frenen la actividad financiera o limiten su crecimiento. Podríamos terminar con un nivel de intervención que limite la flexibilidad de los mercados. En este contexto, el análisis realizado en el presente trabajo es fundamental para tratar de evitar el mismo tipo de problemas que fueron creados por anteriores olas de intervención estatal en otras décadas. Las enseñanzas extraídas de este análisis son importantes no sólo para Latinoamérica o los países en desarrollo, sino también para los países desarrollados que necesitan más reformas que eviten los conflictos de intereses o los solucionen.

Aunque existen argumentos teóricos a favor y en contra de la regulación de los mercados financieros, cada vez hay más pruebas de que la legislación es importante para el desarrollo de los mercados de capitales. La evidencia empírica de los países de la OCDE, Latinoamérica, y del resto de las economías del mundo sostiene la idea de que las leyes y el buen ejercicio de la ley son elementos claves para el crecimiento de los mercados financieros. En América Latina, por ejemplo, los datos muestran que países que han mejorado su grado de protección al inversionista como Chile, y en algunos segmentos Argentina, Brasil y México, han logrado profundizar sus mercados de capitales. El análisis de los datos muestra que es necesario regular los mercados financieros y proveerlos de las instituciones que les permitan aplicar eficientemente dicha regulación. La evidencia empírica es clara: la letra de la ley y su aplicación son igualmente importantes. Si las leyes teóricas no se aplican, el resultado puede ser el mismo que no tener ningún tipo de regulación.

En segundo lugar, el análisis de este trabajo sugiere que algunas leyes conducen mejor que otras a un próspero desarrollo de los mercados de capitales. No toda la regulación tiene el mismo impacto. Dicho análisis tiene implicaciones claras para la mejoría de la protección a los inversionistas en Latinoamérica y otras regiones del mundo. El estudio de los efectos del

tipo de regulación con impacto no muestra que el aumento de los poderes a los reguladores del mercado y el crecimiento de las sanciones penales y civiles sean medidas que contribuyan significativamente al desarrollo de los mercados financieros. No existen diferencias significativas en cuanto a esos poderes entre los países que tienen mercados de capitales prósperos y los que no. En cambio, lo que tiene mayor impacto es el establecimiento de reglas que facilitan la aplicación privada de la ley, sobre todo en los países en desarrollo. Varios aspectos de la aplicación privada de la ley, como la existencia de amplios requisitos en materia de transparencia y divulgación de las transacciones que plantean conflictos de intereses y el establecimiento de procedimientos simples para que los inversionistas puedan recuperar las pérdidas más fácilmente, son muy importantes y se asocian a mercados de capitales más amplios. Dichos principios son los que pueden tener un mayor impacto para el futuro crecimiento de los mercados de capitales en Latinoamérica.

En tercer lugar, la evidencia analizada muestra también que la eficiencia de los tribunales es fundamental para el desarrollo de los mercados de capitales. Las mejoras la calidad de las instituciones que aseguren el ejercicio eficiente y el cumplimiento de la ley son claves para mejorar la protección efectiva de los inversionistas y, por ende, ayudan al crecimiento de los mercados. Infortunadamente, el paquete de reformas planteadas como resultado de la crisis ahora sobre la mesa no considera este elemento con el necesario cuidado o simplemente no lo incluye. Si bien algunos países en Latinoamérica como Chile y Brasil, han hecho esfuerzos para incrementar su nivel de protección al inversionista y la aplicación de la ley, el resto de la región no ha seguido el movimiento de reforma con la misma intensidad.

En resumen, la evidencia empírica tiene implicaciones claras para Latinoamérica: una mayor transparencia y eficiencia en la aplicación privada de las normas públicas. Los resultados empíricos indican que los elementos más importantes dentro de la regulación son el conjunto de normas que aumentan la transparencia de las transacciones con conflictos de interés y ofrecen mecanismos para que los actores privados cuenten con la información y puedan evitar dichas transacciones si no se realizan en términos apropiados. A la luz de la evidencia de las últimas dos décadas, los próximos cambios en la regulación en Latinoamérica, y el resto del mundo deberían guiarse por el principio de la simplificación de regulación innecesaria y el aumento de las medidas que mejoran la transparencia y la divulgación de aquellas áreas con conflictos de interés. El núcleo del nuevo impulso regulador ha de ser la re-regulación que ofrece más información a los mercados y establece mecanismos esenciales para que los actores del mercado puedan participar en la propia aplicación de la ley.

Actualmente existe la opinión entre algunos expertos y políticos que la principal causa de la actual crisis financiera fue el impulso desregulador de los últimos 20 años. Pero dicho planteamiento es demasiado simple. Como se muestra en el trabajo, no todas las áreas de regulación son igualmente eficaces. Es difícil creer, por ejemplo, que la causa del problema sea la eliminación de regulación engorrosa que no ofrece información útil al mercado. En el contexto de la evidencia presentada aquí, parece más probable que la falta de re-regulación de los mercados para aumentar su transparencia explique mejor las actuales deficiencias de los mercados e instituciones financieras.

Reguladores y políticos de mercados desarrollados y emergentes deberían tener en cuenta estas consideraciones en la presente crisis, dada la tentación de aplicar una regulación más invasiva en muchos ámbitos. También deberían tener presente que, aunque es difícil

aprobar leyes que favorezcan la transparencia en plena crisis, es probablemente el momento más oportuno para hacerlo. Es cierto que la mejora en la transparencia, sobre todo en los ámbitos con potenciales conflictos de intereses, no suele tener una buena acogida durante la crisis porque puede mostrar problemas que aún no han salido a la superficie. Pero posponer la re-regulación y el incremento de la transparencia para cuando la crisis haya terminado disminuye la probabilidad que todos los actores imprescindibles para que las reformas pasen sientan la necesidad o la presión para actuar juntos y aceptar las reformas. Igualmente, será muy difícil aumentar la transparencia y mejorar la protección a los inversionistas cuando los gobiernos que acaban de intervenir o nacionalizar instituciones financieras traten de re-privatizar a buen precio las instituciones financieras que acaban de absorber.

La crisis financiera de 2008 amenaza a los mercados de valores de América Latina que se han quedado rezagados en el impulso de las reformas de GC de la última década. Si la reforma jurídica para aumentar la transparencia tarda aun más en llegar a esos países, las empresas en esas naciones tendrán que buscar capital en otra parte. En la búsqueda de capital, dichas empresas podrían tratar de cotizar en bolsas de mercados extranjeros que sí cuentan con requisitos para una mayor divulgación, o simplemente ser compradas por empresas que por su localización en otros países sí pueden obtener capital más barato. La presente escasez de capital en los mercados enfatiza esta problemática. Los esfuerzos de las empresas por mejorar su GC interna pueden aliviar esta la situación, pero no pueden constituir una estrategia a largo plazo para el desarrollo sostenible del sector privado en Latinoamérica. Es imperativo que el nuevo impulso de regulación resista la tentación de imponer leyes engorrosas y se enfoque en la re-regulación con miras a transformar el actual conjunto de leyes y normas para que ofrezcan mayor transparencia y protección a los inversionistas, y fortalezcan el sistema jurídico y el conjunto de instituciones que facilitan la aplicación efectiva de la ley.

Bibliografía

- Becker, Gary, 1968, "Crime and Punishment: An Economic Approach," *Journal of Political Economy* 76, 169-217.
- Bergman, Nittai and Daniel Nicolaievsky, 2002, "Investor Protection and the Coasian View," Harvard University mimeo.
- Bertrand, Marianne, Paras Mehta and Sendhil Mullainathan, 2002, "Ferretting out Tunneling: An Application to Indian Business Groups," *Quarterly Journal of Economics* 117, 121-148.
- Bhattacharya, Utpal, and Hazem Daouk, 2002, "The world price of insider trading," *Journal of Finance* 57, 75-108.
- Black, Bernard, 2001, "The Legal and Institutional Preconditions for Strong Securities Markets," *UCLA Law Review* 48, 781-858.
- Coase, Ronald H., 1960, "The Problem of Social Cost," *Journal of Law and Economics* 3, 1-44.
- Coffee, John C. Jr., 1989, "The Mandatory/Enabling Balance in Corporate Law: An Essay on the Judicial Role," *Columbia Law Review* 89, 1618-1691.
- Coffee, John C. Jr., 2002, "The Rise of Dispersed Ownership: The Roles of Law and the State in the Separation of Ownership Control," *Yale Law Review* 111.

- Coffee, John C. Jr., 1984, "Market Failure and the Economic Case for a Mandatory Disclosure System," *Virginia Law Review* 70, 717-753.
- Coffee, John C. Jr., 1999, "The Future as History: The Prospects for Global Convergence in Corporate Governance and its Implications," *Northwestern Law Review* 93, 641-707.
- Dechow, Patricia, Richard Sloan, and Amy Sweeney, "Causes and Consequences of Earnings Manipulations: An Analysis of Firms Subject to Enforcement Actions by the SEC", *Contemporary Accounting Research* 13:1,1-36.
- Demset, Harold, "Towards a Theory of Property Rights," *American Economic Review*, 57, (1967), 347-359.
- Diamond, Douglas, 1989. "Reputation Acquisition in Debt Markets," *Journal of Political Economy* 97: 828-862.
- Diamond, Douglas, 1991. "Debt Maturity Structure and Liquidity Risk," *Quarterly Journal of Economics* 106: 1027-1054.
- Djankov, Simeon, Rafael La Porta, Florencio López-de-Silanes, and Andrei Shleifer, 2003 "Courts" *The Quarterly Journal of Economics*, 118, 453-517.
- Djankov, Simeon, Rafael La Porta, Florencio López-de-Silanes, and Andrei Shleifer, 2008, The Law and Economics of Self-dealing. *Journal of Financial Economics*.
- Doidge, C., 2004, "U.S. Cross-listings and the Private Benefits of Control: Evidence from Dual Class Firms," *Journal of Financial Economics* 72, 519-554.
- Doidge, Craig, G. Andrew Karolyi, and René M. Stulz, 2005. "The Valuation Premium for Non-U.S. Stocks Listed in U.S. Markets". Mimeo.
- Doidge, Craig, G. Andrew Karolyi, and René M. Stulz, 2007. "Why do countries matter so much for corporate governance?". Forthcoming, *Journal of Financial Economics*.
- Easterbrook, Frank H. and Daniel Fischel, 1984, "Mandatory Disclosure and the Protection of Investors," *Virginia Law Review* 70, 669-715.
- Fox, Merritt B., 1999, "Retaining mandatory disclosure: Why issuer choice is not investor empowerment," *Virginia Law Review* 85, 1335-419.
- Friend, Irwin and Edward S. Herman, 1964, "The S.E.C. Through a Glass Darkly," *Journal of Business* 37, 382-405.
- Glaeser, Edward, Simon Johnson and Andrei Shleifer, 2001, "Coase versus the Coasians," *Quarterly Journal of Economics* 116, 853-899.
- Grossman, Sanford and Oliver Hart, 1980, "Disclosure Laws and Takeover Bids," *Journal of Finance* 35, 323-334.
- Grossman, Sanford and Oliver Hart, 1986. "The Costs and Benefits of Ownership: A theory of Vertical and Lateral Integration." *Journal of Political Economy* 94: 175-202.
- Gomes, Armando, 1996. "The Dynamics of Stock Prices, Manager Ownership, and Private Benefits of Control", Manuscript, Harvard University.
- Hay, Jonathan R. and Andrei Shleifer, 1998, "Private Enforcement of Public Laws: A Theory of Legal Reform," *American Economic Review Papers and Proceedings* 88, 398-403.

- Hay, Jonathan R., Andrei Shleifer and Robert Vishny, 1996, "Toward a Theory of Legal Reform," *European Economic Review* 40, 559-567.
- Holmstrom, Bengt and Paul Milgrom, 1991, "Multitask Principal-Agent Analyses," *Journal of Law, Economics and Organization* 7, 24-52.
- Jackson, Howell and Mark Roe, 2008. "Public Enforcement of Securities Laws." *Journal of Financial Economics*, forthcoming.
- Jensen, Michael and William Meckling, 1976. "Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs, and Ownership Structure." *Journal of Financial Economics* 3 (October): 305-60.
- Johnson, Simon, Rafael La Porta, Florencio López-de-Silanes, and Andrei Shleifer, 2000, "Tunneling," *American Economic Review Papers and Proceedings* 90, 141-146.
- La Porta, Rafael, Florencio López-de-Silanes and Guillermo Zamarripa, 2003, "Related Lending," *Quarterly Journal of Economics*, forthcoming.
- La Porta, Rafael, Florencio López-de-Silanes, Andrei Shleifer, and Robert W. Vishny, 1997, "Legal Determinants of External Finance," *Journal of Finance* 52, 1131-1150.
- La Porta, Rafael, Florencio López-de-Silanes, Andrei Shleifer, and Robert W. Vishny, 1998, "Law and Finance," *Journal of Political Economy* 106, 1113-1155.
- La Porta, Rafael, Florencio López-de-Silanes, Andrei Shleifer, and Robert W. Vishny, 1999, "The Quality of Government," *Journal of Law, Economics and Organization* 15, 222-279
- La Porta, Rafael, Florencio López-de-Silanes, Andrei Shleifer, and Robert W. Vishny, 2000, "Investor Protection and Corporate Governance," *Journal of Financial Economics* 57, 3-26.
- La Porta, Rafael, Florencio López-de-Silanes and Andrei Shleifer, 2006 "What Works in Securities Laws?" *Journal of Financial Economics*.
- La Porta, Rafael, Florencio López-de-Silanes and Andrei Shleifer, 2008 "Economic Consequences of Legal Origins" *Journal of Economic Literature*.
- Landis, James, 1938, *The Administrative Process*, (New Haven, CT: Yale University Press).
- Leuz, Christian, Dhananjay Nanda and Peter D. Wysocki, 2002, Earnings Management and Investor Protection: An International Comparison, forthcoming *Journal of Financial Economics*.
- Macey, Jonathan, 1994, "Administrative Agency Obsolescence and Interest Group Formation: A Case Study of the SEC at Sixty," *Cardozo Law Review* 15, 909-949.
- Mahoney, Paul, 1995, "Mandatory Disclosure as a Solution to Agency Problems," *University of Chicago Law Review* 62, 1047-1112.
- Messick, Richard "Judicial Reform and Economic Development: A Survey of the Issues," *World Bank Research Observer*, 14, (1999), 17-136.
- Milton, Todd, 2002, "A Cross-Firm Analysis of the Impact of Corporate Governance on the East Asian Financial Crisis," *Journal of Financial Economics* 64:2, 215-241.
- Modigliani, Franco and Merton Miller, 1958. "The Cost of Capital, Corporation Finance, and the Theory of Investment." *American Economic Review* 48 (June): 261-97.
- North, Douglass, 1981, *Structure and Change in Economic History*, (New York: Norton).

- Pistor, Katharina and Chenggang Xu, 2002, "Law Enforcement under Incomplete Law: Theory and Evidence from Financial Market Regulation," *Columbia Law School* mimeo.
- Polinsky, Mitchell and Steven Shavell, 2000, "The Economic Theory of Public Enforcement of Law," *Journal of Economic Literature* 38, 45-76.
- Reese, William A. Jr. and Michael S. Weisbach, 2002, "Protection of minority shareholder interests, cross-listings in the United States, and subsequent equity offerings," *Journal of Financial Economics* 66:1, 65-104.
- Seligman, Joel, 1995, *The transformation of Wall Street: a history of the Securities and Exchange Commission and modern corporate finance*, (Boston : Northeastern University Press).
- Shleifer, Andrei and Daniel Wolfenzon, 2002, "Investor Protection and Equity Markets," *Journal of Financial Economics* 66:1, 3-27.
- Siegel, Jordan, 2002, "Can Foreign Firms Bond Themselves Effectively by Renting U.S. Securities Laws?," MIT mimeo.
- Simon, Carol, 1989, "The Effect of the 1933 Securities Act on Investor Information and the Performance of New Issues," *American Economic Review* 79, 295-318.
- Spiller, Pablo and John Ferejohn, 1992, "The Economics and Politics of Administrative Law and Procedures: An Introduction," *Journal of Law, Economics and Organization* 8, 1-7.
- Standard & Poor's, 2008, *Global Stock Markets Factbook*. New York: Mc Graw-Hill.
- Stigler, George, 1964, "Public Regulation of the Securities Market," *Journal of Business* 37, 117-142.
- Stigler, George, 1971, "The Theory of Economic Regulation," *Bell Journal of Economics and Management Science* 2, 3-21.
- Stulz, René M., 1999, "Globalization of Equity Markets and the Cost of Capital," *Journal of Applied Corporate Finance* 12, 8-25.
- Teoh, Siew Hong, Ivo Welch, and T.J. Wong, 1998, "Earnings Management and the Long-Run Market Performance of Initial Public Offerings," *The Journal of Finance* 53:6, 1395-1974.
- World Bank, *World Development Indicators*. Washington, D.C.

APÉNDICE A: DEFINICIÓN DE LAS VARIABLES

Esta tabla describe las variables recogidas para los varios grupos de países incluidos en cada estudio. La primera columna da el nombre de la variable. La segunda columna describe la variable y da la gama de valores posibles. La tercera columna proporciona las fuentes de cuales la variable fue colectada.

Variable	Descripción	Fuentes
Proxy por correo	Es igual a uno, si la Ley de Empresa o el Código Comercial faculta a los accionistas a enviar su voto por poder a la empresa, y es igual a cero en otras circunstancias.	La Porta <i>et al.</i> , (1998)
Voto por correo	Es igual a uno si la ley ordena explícitamente o establece una regla predefinida que: (a) la solicitud pagada de proxy por parte de la compañía incluye un formulario de proxy que permite a los accionistas votar en los temas de la agenda; (b) una forma de proxy para votar por los artículos de la agenda que acompaña la convocatoria a la reunión; o (c) los accionistas votan por correo sobre los temas de la agenda (es decir, votación por correo); y cero en otras circunstancias.	Djankov <i>et al.</i> (2008)
Acciones no bloqueadas	Es igual a uno, si la Ley Corporativa o el Código Comercial no permite que las empresas pidan que los accionistas depositen sus acciones antes de la Reunión General de Accionistas y así prevenir la venta de acciones por unos días, y cero en otras circunstancias.	La Porta <i>et al.</i> , (1998)
Acciones no depositadas	Es igual a uno, si la ley no requiere, ni permite explícitamente que las compañías le pidan a los accionistas que depositen algunas de sus acciones con la compañía u otra empresa antes de una reunión general de accionistas.	Djankov <i>et al.</i> (2008)
Votación acumulativa o representación proporcional	Es igual a uno, si la Ley de Empresa o el Código Comercial permite a accionistas dar todos sus votos a un candidato que postula a una elección de la junta directiva (votación acumulativa) o si la Ley de Empresa ó el Código Comercial permite un mecanismo de representación proporcional en la junta directiva por la cual los intereses de la minoría pueden denominar un número proporcional de directores a la junta, y cero en otras circunstancias.	La Porta <i>et al.</i> , (1998) Djankov <i>et al.</i> (2008)
Capital para convocar a una reunión	Es el porcentaje mínimo de propiedad sobre el capital accionario que autoriza a un accionista a convocar a una Reunión Extraordinaria de Accionistas. Rango entre uno y 33%.	La Porta <i>et al.</i> , (1998) Djankov <i>et al.</i> (2008)
Derecho preventivo	Es igual a uno cuando la Ley de Empresa ó el Código Comercial otorga a los accionistas la primera opción de comprar de nuevas emisiones de acciones y solo se puede renunciar a ese derecho por un voto de los accionistas, y cero en otras circunstancias.	La Porta <i>et al.</i> , (1998) Djankov <i>et al.</i> (2008)

(Continúa en la página siguiente)

(Continuación cuadro III.5)

Variable	Descripción	Fuentes
Minoritarios oprimidos	Es igual a uno si la Ley de Empresa o el Código Comercial otorga a los accionistas minoritarios una venia judicial para cuestionar las decisiones de la administración ó de la asamblea, o el derecho de salirse de la compañía, solicitándole la compra de sus acciones cuando ellos objetan ciertos cambios fundamentales tales como fusiones, disposición de activos y cambios en los artículos de incorporación. La variable es igual a uno en otras circunstancias. Los accionistas minoritarios son definidos como aquellos que poseen el 10% o menos del capital accionario.	La Porta <i>et al.</i> , (1998) Djankov <i>et al.</i> (2008)
Índice de derechos antidirectores	Un índice que agrega los derechos de accionista los cuales denominamos "derechos antidirector." El índice está formado por añadiendo uno cuando: 1) el país permite a los accionistas enviar su voto por poder a la empresa; 2) los accionistas no se requieren depositar sus acciones antes de la Reunión General de Accionistas; 3) se permite el voto acumulativo o la representación proporcional de los minoritarios en la junta directiva; 4) existe un mecanismo de accionistas minoritarios oprimidos; 5) el porcentaje mínimo de capital accionario que autorice a un accionista a convocar a una Reunión Extraordinaria de Accionistas es menos que o igual al 10% (mediana de la muestra); o 6) los accionistas tienen derechos preventivos a los cuales solo se renuncian por un voto del accionistas. El rango del índice es de 0 a 6.	La Porta <i>et al.</i> , (1998) Djankov <i>et al.</i> (2008)
Índice de requisitos de revelación de información	El índice de revelación equivale a la media aritmética de: 1) Perspectiva; 2) Compensación; 3) Accionistas; 4) propiedad interina; 5) Contrato Irregular; 6) y Transacciones.	La Porta <i>et al.</i> (2006)
Índice de estándares de demanda	El índice de estándares de demanda es igual a la media aritmética del: 1) estándar de demanda para el emisor y sus directores; 2) estándar de demanda para distribuidores; y 3) estándar de demanda para contadores.	La Porta <i>et al.</i> (2006)
Índice de aplicación pública de la ley	El índice de aplicación pública de la ley es igual a la media aritmética de: 1) índice de características del supervisor; 2) índice de poder de reglamentar; 3) índice de poder de investigación; 4) índice de órdenes; e 5) índice criminal.	La Porta <i>et al.</i> (2006)
Control privado ex-ante de <i>self-dealing</i>	Índice de control <i>ex-ante</i> de transacciones <i>self-dealing</i> (autonegocio). Promedio de aprobación por accionistas desinteresados y revelación <i>ex-ante</i> .	Djankov <i>et al.</i> (2008)
Control privado ex-post de <i>self-dealing</i>	Índice de control <i>ex-post</i> de transacciones <i>self-dealing</i> (autonegocio). El promedio de revelación en entregas periódicas de información y facilidad para demostrar mala fe. Rango de entre cero y uno.	Djankov <i>et al.</i> (2008)
Índice de anti- <i>self-dealing</i>	El promedio de control privado <i>ex-ante</i> y <i>ex-post</i> de <i>self-dealing</i> (autonegocio).	Djankov <i>et al.</i> (2008)

(Continúa en la página siguiente)

(Continuación apéndice A)

Variable	Descripción	Fuentes
Aplicación de la Ley pública de <i>self-dealing</i>	Índice de aplicación pública de la ley. Rango de 0 a 1. Un cuarto de punto cuando cada una de las siguientes sanciones están disponibles: 1) multas para la entidad aprobada; 2) sentencias de cárcel para la entidad aprobada; 3) multas para el Sr. James; y 4) sentencia de cárcel para el Sr. James.	Djankov <i>et al.</i> (2008)
Eficiencia del sistema jurídico	La evaluación de “eficiencia e integridad del ambiente legal que afecta el negocio, particularmente las empresas extranjeras” producido por la agencia de calificación de riesgo de los países <i>Business International Corporation</i> . “Pueden ser tomadas para representar evaluaciones de los inversionistas de los accionistas de las condiciones en el país en cuestión”. Promedio entre 1980-1983. Escala de 0 a 10, con récord bajos, bajos niveles de eficiencia.	La Porta <i>et al.</i> (1998)
Estado de derecho	Evaluación de la ley y tradición del orden público en el país producido por una agencia de calificación de riesgo de los países <i>International Country Risk (ICR)</i> . Promedio de los meses de abril y octubre del índice mensual de entre 1982 y 1995. Escala de 0 a 10, con resultados más bajos para menor tradición ley y orden. (Cambiamos la escala para su rango original que iba de 0 a 6).	La Porta <i>et al.</i> (1998)
Corrupción	La evaluación de ICR de la corrupción en el gobierno. Los resultados indican mayor probabilidad que “altos funcionarios de gobierno demanden pagos especiales” y “pagos ilegales generalmente son esperados a lo largo de los niveles más bajos del gobierno” en forma de “sobornos conectados con permisos de la importación y exportación, controles de cambio, con la estimación de la base impositiva, la protección de política, ó préstamos”. Promedio de los meses de abril y octubre del índice mensual entre 1982 y 1995. Escala de 0 a 10, con resultados más bajos en los niveles más altos de corrupción. (Cambiamos la escala de su rango original de 0 a 6).	La Porta <i>et al.</i> (1998)
Estándares contables	Índice creado por medio de informes anuales (1990) de compañías clasificadoras sobre su inclusión u omisión de 90 artículos. Estos artículos caen en 7 categorías (información general, Estados de ingresos, Balances generales, declaración de flujo de fondos, estándares de contabilidad, datos de acciones y artículos especiales). Al menos 3 compañías en cada país fueron estudiadas. Las compañías representan un corte transversal de varios grupos de industrias donde el 70% eran empresas de la industrial, y el 30% restante empresas financieras.	La Porta <i>et al.</i> (1998)

(Continúa en la página siguiente)

(Continuación apéndice A)

Variable	Descripción	Fuentes
Formalismo jurídico para recoger un cheque rebotado o sin fondos	El índice mide intervención reglamentaria sustantiva y procesal en casos judiciales en tribunales civiles de bajo nivel, y se forma sumando los siguientes índices : i) profesionales vs. laicos, ii) escrito vs. elementos orales, iii) justificación legal, iv) regulación estatutaria de evidencia, v) control de revisión superior, vi) formalidades de compromiso, y (vii) acciones procesales independientes. El índice tiene un rango de 0 a 7, donde 7 significa un nivel más alto de control ó intervención en el proceso judicial.	Djankov <i>et al.</i> (2003)
Capitalización del mercado de valores a PIB	La proporción de la capitalización bursátil (también conocida como valor de mercado, que es el precio de la acción multiplicada por el número de acciones sobresalientes) de las compañías domésticas inscritas (empresas incorporadas localmente listadas en las bolsas de valores de los países a fines del año) dividido por el PIB (en millones).	La Porta <i>et al.</i> (1998) para cuadro II.6 y Banco Mundial (2008) para gráfico III.1.
Empresas en el mercado de valores por millón de personas.	La proporción de empresas locales listadas son las empresas localmente incorporadas listadas en las bolsas de valores del país a final del año (este indicador no incluye las empresas de inversión, los fondos de inversión mobiliaria, ni otros vehículos colectivos de inversión) en relación a su población (en millones).	La Porta <i>et al.</i> , (1998) para cuadro II.6 y Banco Mundial (2008) para gráfico III.2
OPV a PIB	La proporción del valor de los títulos emitidos por primera vez en el mercado de valores (en miles) a su producto interno bruto (en millones) en el período 1996-2000.	La Porta <i>et al.</i> (2006)
La prima de bloque	Las primas del bloque se computan tomando la diferencia entre el precio pagado por acción por el bloque de control y el precio de cambio dos días después del anuncio de la transacción de control, dividiendo por el precio de cambio y multiplicando por la razón de la proporción de derechos de flujo de caja representados en el bloque controlador". Utilizamos una muestra promedio del país.	La Porta <i>et al.</i> (2006), tomado de Dyck y Zingales (2004)
Concentración de acciones	Porcentaje promedio de acciones comunes no poseídas por los tres accionistas más grandes en las diez empresas domésticas no financieras, privadas, en un país dado. Se considera una empresa de propiedad privada si el estado no es un accionista conocido.	La Porta <i>et al.</i> (1999), Hartland- Peel (1996) para Kenia, Bloomberg y varios informes anuales para Ecuador, Jordania, y Uruguay.

(Continúa en la página siguiente)

(Continuación apéndice A)

Variable	Descripción	Fuentes
Volumen comercializado a PIB	El valor del volumen comercializado de las acciones en el mercado de valores dividido por el PIB del país (expresado en dólares de 2001) de un cierto país en un año dado.	Banco Mundial (2008)
Precio de mercado de las acciones a valor en libros	El cociente entre el valor de mercado de las acciones de la empresa y el valor contable en libros de las acciones.	Standard & Poor's (2008)
Capitalización externa / PNB	La proporción de la capitalización de mercado de valores propiedad de los accionistas minoritarios en relación al PIB para 1999. La capitalización del mercado de valores de los minoritarios es computada como el producto de la capitalización acumulada de mercado de valores y el porcentaje promedio de acciones comunes no poseído por los tres accionistas más grandes en las diez empresas domésticas no financieras, privadas, más grandes en un país dado. Una empresa privada es considerada propiedad privada si el Estado no es un accionista conocido en ella.	Moody's International, Cifrar, Extel, WorldScope, 20-Fs, Price Waterhouse y varias fuentes de países.
Empresas domésticas listadas a población.	La proporción del número de empresas domésticas listadas en un país dado en relación a su población (en millones) en 1999.	Emerging Markets Factbook e Informe sobre el Desarrollo Mundial 1999 a 2008.
OPV/ Pob.	La proporción del número de primeras ofertas públicas de acciones de una empresa en relación a su población (en millones) en el período 1999.	López-de-Silanes (2003)
Crecimiento de PIB	Porcentaje anual de crecimiento promedio de producto interno bruto per cápita para el período 1960-1998.	Indicadores del Desarrollo Mundial 2008.
Log PNB	El logaritmo del Producto Nacional Bruto en 1999.	Indicadores del Desarrollo Mundial 2008.

COMENTARIO DE CHARLES OMAN AL DOCUMENTO “GOBERNABILIDAD CORPORATIVA Y MERCADOS FINANCIEROS EN LA OCDE Y AMÉRICA LATINA: LECCIONES PARA LOS CAMBIOS REGULATORIOS DESPUÉS DE LA CRISIS”

El paper de Florencio es muy rico e interesante. Está enfocado en cuestiones de gran actualidad, realmente en la frontera de muchos de los debates que nos preocupan en los trabajos que estamos realizando aquí en la OCDE. Además, no contradice –al contrario apoya y aporta mucho– a los hallazgos y argumentos en que nosotros mismos estamos avanzando. Así que tengo que confesar que para mí es un excelente paper.

Yo quisiera enfocar mis comentarios en tres puntos. El primero tiene que ver con toda la cuestión de *enforcement*, y sobre todo con la relación entre por un lado, los mecanismos e instituciones *públicos* de aplicación de la ley o de *enforcement*, y por otro los mecanismos e instituciones de *enforcement privados*. El segundo punto que voy a tocar es la utilización por Florencio de medidas del nivel de *market capitalization*, o sea los valores agregados de las acciones que cotizan en la bolsa de un país, como medida principal del nivel de desarrollo del mercado de capitales en ese país. Me parece que él utiliza otras medidas también, pero me gustaría enfocar algunos comentarios sobre esto. El tercer punto que voy a tocar es el enfoque de su paper en los temas de transparencia, problemas de *self-dealing*, y *accounting standards*, que me parecen todos muy importantes.

Volviendo entonces a mi primer punto, que es el principal, voy a enfocar mis comentarios en la relación entre el rol y la utilidad del regulador público por un lado y el rol y la utilidad del sistema jurídico por otro. Esta dicotomía está muy ligada, por supuesto, a la relación entre mecanismos e instituciones públicos y privados de *enforcement*.

Recuerdo también que los principales elementos de *enforcement* privado son los mecanismos de *disclosure* y de *liability standards*. Este es el cuadro analítico avanzado en el paper de Florencio. Por otro lado, los principales elementos o componentes del *enforcement* público son las características del regulador público, los recursos que tiene este, y sus poderes de investigación, de exigir documentos de información, de imponer sanciones inclusive criminales y de proscribir ciertos tipos de actividad.

En su paper Florencio construye lo que él mismo llama una carrera de caballos entre indicadores del impacto de *enforcement* público por un lado y del impacto de *enforcement* privado por otro. O sea lo esencial es que él los pone en oposición, el uno con el otro, el público contra el privado. Y concluye con un análisis empírico, en sí muy interesante, demostrando que el *enforcement* privado es más potente y más útil que el *enforcement* público.

Yo no diría lo contrario. Pero me parece más útil concebir las instituciones y los mecanismos de *enforcement* público y privado, no como sustitutos o rivales, sino más bien como complementarios.

Florencio mismo habla del paper de Howard Jackson y Mark Roe que aparentemente discrepa con sus argumentos. No he podido leer este paper y por lo tanto no podría decir hasta que punto estoy de acuerdo o no con sus argumentos.

Mi problema principal con la oposición entre *enforcement* público y *enforcement* privado en el paper de Florencio aparece en la página y media de sus conclusiones, en donde

argumenta que el peligro principal es que el péndulo vaya demasiado hacia más regulación, durante o después de la crisis actual. Habla también del peligro mayor del exceso de intervencionismo del Estado.

Este peligro existe. Pero para mí el peligro mayor es que los gobiernos, como el mismo Florencio ha dicho, no perciban el enorme potencial de reforzar la complementariedad entre el *enforcement* público y el *enforcement* privado. Yo creo que sería útil investigar más a fondo (quizás en otro paper) las posibilidades o dificultades de medidas para reforzar la complementariedad mutua entre el *enforcement* público y el privado. Es la crítica principal que yo haría a este paper.

Un segundo punto que quería mencionar tiene que ver con la utilización del nivel de capitalización de los mercados de acciones –nivel como porcentaje del PIB por supuesto– como medida principal del nivel de desarrollo de los mercados de capital e inclusive de los sistemas financieros de los países. Es verdad que Florencio también utiliza indicadores del número de empresas listadas por millón de habitantes y del número de ofertas públicas iniciales, pero esencialmente utiliza “*market cap*”, o sea el nivel de capitalización de las bolsas, como principal indicador del desarrollo de los mercados de capital.

Sin embargo, los mejores análisis, por ejemplo de Ross Levine y otros, han demostrado empíricamente que el nivel de capitalización de la bolsa de un país no tiene una correlación positiva significativa con el desarrollo de la economía real de ese país. Lo que sí tiene una correlación positiva significativa con la economía real es la *liquidez* de este mercado.

Yo creo que sería muy importante rehacer esta parte de su análisis, utilizando medidas e indicadores del nivel de liquidez de los mercados nacionales –liquidez en lugar de capitalización– como indicador principal del nivel de desarrollo de los mercados de capital nacionales. Esto lo digo sobre todo porque lo que interesa, a final de cuentas, es el rol del sistema financiero y del mercado de capitales en el desarrollo de las economías reales de los países en desarrollo.

El tercer y último punto que me parece muy importante es la convergencia prácticamente total entre los argumentos de Florencio y los análisis que nosotros mismos estamos llevando a cabo, sobre la gran importancia de la transparencia *ex ante*, de las medidas de control del *self-dealing* y del rol de los *accounting standards*. En esto, o sea en la percepción de la gran importancia de estas tres áreas en particular para el análisis y el mejoramiento la calidad del gobierno corporativo de un país en desarrollo, hay una convergencia muy importante con los trabajos nuestros. Y en este sentido el papel de Florencio es muy útil tal cual.

Capítulo IV

EL PAPEL DE LA GOBERNANZA CORPORATIVA EN LA RECUPERACIÓN Y DESARROLLO DE LOS MERCADOS DE CAPITAL EN ESTADOS UNIDOS

Georgina Núñez y Helvia Velloso

INTRODUCCIÓN

La presente crisis financiera internacional ha puesto de manifiesto el impacto negativo que una conducta riesgosa de las empresas, cuando tomadas en conjunto, puede tener en el deterioro de la economía global. La magnitud de la crisis actual ha producido una pérdida de confianza en la conducta de las corporaciones y la quiebra de algunas de ellas –como Lehman Brothers y el carísimo rescate de AIG, la compra de Bear Stearns por JPMorgan, y de Merrill Lynch por Bank of America– lo cual ha acentuado la incertidumbre sobre su proceder, trasladando la inseguridad hacia los mercados. Esto se ve reflejado, por ejemplo, en el rescate de sectores como el automotriz, que ya presentaba problemas estructurales que resurgen a raíz de la crisis financiera.

La crisis financiera internacional ha revelado importantes fallas en el comportamiento de las empresas, así como en el marco regulatorio y de supervisión, especialmente en el que se refiere a la transparencia, la rendición de cuentas y la evaluación de los riesgos. La combinación de una burbuja de crédito (originada en el mercado inmobiliario) inflada por el acceso a dinero fácil, la aparición de nuevos instrumentos financieros complejos, y las fallas en la regulación y supervisión crearon un ambiente de toma de riesgo excesivo por parte de las empresas en el mundo. Las consecuencias no las pagan sólo esas empresas, sino que arrastran a otras que se asociaron a ellas y a muchos individuos que les confiaron sus ahorros. El efecto es una contracción del crédito, una crisis de liquidez y de solvencia que amenaza llevar a la mayor parte de las economías del mundo a una recesión profunda y prolongada.

Frente a este escenario, el presente artículo pretende analizar, por un lado, los acontecimientos que condujeron a la crisis en Estados Unidos, buscando algunas luces sobre cómo un marco regulatorio debilitado podría ser modernizado y contribuir a mejorar la situación actual; y por otro, cómo los gobiernos corporativos que basan su funcionamiento en la transparencia, la rendición de cuentas y en métodos adecuados de valoración de los riesgos, podrían impactar positivamente en la recuperación de la confianza y disminución de la incertidumbre y riesgo del mercado de capitales norteamericano.

El artículo está organizado de la siguiente manera: en la primera sección se destacan las debilidades de la regulación y la supervisión como elementos que contribuyeron a agravar la

crisis financiera. En la segunda sección, mirando la secuencia de acontecimientos que condujeron a un desorden de los mercados financieros, se destaca el comportamiento de toma de riesgo, fallas en la gobernanza corporativa y vulnerabilidades regulatorias y supervisoras que han llevado a la economía global, particularmente la norteamericana, a la actual situación. A continuación se discuten los impactos de la crisis particularmente sobre los mercados financieros de América Latina. En la cuarta sección se destacan las recientes iniciativas para reforzar el marco regulatorio y de supervisión frente a las lecciones aprendidas durante la actual crisis. En la quinta sección se discute el rol de la gobernanza empresarial en la recuperación de la confianza en los mercados financieros. Finalmente, ofrecemos algunas consideraciones sobre las lecciones que deja esta crisis, así como sugerencias sobre cuáles deberían ser las prioridades de los formuladores de política y de los directivos de las empresas para responder a los desafíos que se presenten.

A. LAS DEBILIDADES DE LA REGULACIÓN Y SUPERVISIÓN DEL SISTEMA FINANCIERO

Durante la actual crisis financiera y económica han quedado en evidencia, como factores críticos, algunas debilidades en el marco regulatorio y de supervisión en los Estados Unidos. Dicho marco es fragmentado y es producto de la reacción del gobierno frente a diferentes momentos de crisis. Denota también un desfase. Por ejemplo, la regulación federal bancaria fue el producto de la Guerra Civil; la Reserva Federal fue creada a comienzos del siglo XX para mitigar una serie de crisis monetarias; la Gran Depresión llevó a la creación del seguro de depósitos y a un mercado hipotecario con apoyo del gobierno federal (*ver* cuadro IV.1).

Muchos analistas señalan la aprobación de la legislación *Gramm-Leach-Bliley: Financial Services Modernization Act* de 1999 como un factor importante que contribuyó a la crisis. Según ellos, la legislación –que revocó la *Ley Glass-Steagall* de 1933 y removió las barreras entre bancos comerciales y de inversión– habría permitido la creación de verdaderos “supermercados” financieros, que podrían actuar como bancos de inversión, bancos comerciales y empresas de seguros creando, de esta forma, empresas muy interconectadas y muy grandes, cuyas quiebras pasaron a tener un efecto sistémico (*too big and interconnected to fail*). La legislación también distribuyó las funciones de supervisión de diferentes conglomerados financieros entre varias agencias reguladoras: la *Securities and Exchange Commission (SEC)* supervisaría la parte del conglomerado dedicada al servicio de corretaje; reguladores bancarios supervisarían las operaciones bancarias; y las comisiones estatales de seguros supervisarían los negocios relacionados con seguros, sin que ninguna agencia tuviera autoridad sobre la compañía como un todo.

El marco regulatorio en vigencia en los Estados Unidos es un mosaico de agencias reguladoras. Hay agencias a nivel federal y estatal, y la regulación de una compañía es determinada, en gran parte, por su forma de negocio, de manera que dos firmas financieras ofreciendo productos virtualmente idénticos y con atributos económicos similares pueden ser reguladas por diferentes agencias y de forma muy distinta. La fragmentación del marco regulatorio y de supervisión abrió espacio para que las empresas participaran de un proceso de “arbitraje regulatorio”.¹

¹ La regulación y supervisión laxa de las instituciones financieras no bancarias, y en algunos casos la inexistencia de regulación, combinada con una regulación más estricta de los bancos permitió el proceso de “arbitraje regu-

Cuadro IV.1
AGENCIAS REGULADORAS EN EE.UU.

	A quién supervisa	Estatus	Año de creación	Fuente de financiamiento
Commodity Futures Trading Commission	Controla futuros y mercados de opciones de futuros en bolsas	Agencia independiente	1974	Congreso
Federal Deposit Insurance Corp.	Bancos estatales no miembros del sistema Fed	Agencia independiente	1933	Sus propias primas de seguro
Federal Reserve	Conglomerados bancarios y bancos estatales miembros de la Fed	Sistema de banco central parte público y parte privado	1913	Interés en bonos del gobierno, inversiones en moneda extranjera, préstamos a instituciones depositarias y tasas por servicios
Officer of the Comptroller of the Currency	Bancos nacionales	Oficina del Departamento del Tesoro	1863	Evaluaciones de bancos nacionales y ganancias de inversión, mayormente en bonos del Tesoro
Office of Thrift Supervision	Conglomerado de Cías. para el fomento de ahorro para la vivienda	Oficina dentro del Departamento del Tesoro	1989*	Evaluaciones de la industria de ahorro a la vivienda
Securities and Exchange Commission	Firmas de corretaje y bolsas de valores; establece normas de revelación y aplicación de leyes de valores	Agencia independiente	1933-34	Congreso y recursos de evaluaciones

* Establecido en 1932 como Federal Home Loan Bank Board, se tornó una agencia independiente en 1955 y fue establecida como OTS en 1989.
Fuentes: documentos de las agencias.

Se señala como otro factor que ha contribuido a la crisis la incapacidad del marco regulatorio y de gestión de riesgo para acompañar las innovaciones en el sistema financiero de los últimos 15 años. Eso facilitó la aparición de brechas en la estructura de supervisión, lo que posibilitó la excesiva exposición al riesgo por parte de las empresas y la inflación en los precios de los activos financieros. Las agencias reguladoras no fueron capaces de ver la concentración del riesgo y los incentivos fallidos detrás del *boom* de innovación financiera. En retrospectiva, en lugar de promover la “dispersión” o la “diversificación” del riesgo, las innovaciones financieras acabaron por producir concentraciones de éste, eliminando las diferencias entre distintos tipos de riesgo. Además, tanto los reguladores como las empresas fallaron en reconocer la presencia de importantes correlaciones de riesgo entre las diversas empresas que, por su parte, siguieron las mismas estrategias en cuanto a la gestión y la cobertura de riesgo. Este fue un período en el cual prevaleció el principio de que el mercado era el único capaz de asignar recursos eficientemente (*the market knows best*), lo que llevó a un énfasis en la autorregulación inhibiendo, muchas veces, la aplicación de las reglas ya existentes.

El *Government Accountability Office (GAO)* en EE.UU. ha realizado y presentado al *Committee on Homeland Security and Governmental Affairs* del Congreso un diagnóstico sobre el marco regulatorio asociado a la situación actual del sistema financiero. Según la GAO, la estructura fragmentada y compleja de reguladores federales y estatales —puesta en vigencia a lo largo de los últimos 150 años— no acompañó la evolución de los mercados y productos financieros en las últimas décadas.

En su diagnóstico, la GAO identifica cinco limitantes del actual sistema de regulación. Primero, a pesar de los esfuerzos de los reguladores por mitigar los riesgos sistémicos impuestos por grandes conglomerados financieros a través de asegurar la adecuada gestión de los riesgos, estos han fallado. Segundo, los reguladores han tenido que enfrentar problemas en los mercados financieros generados por grandes actores que muchas veces son los menos regulados. Tercero, la prevalencia creciente de nuevos productos de crédito más complejos significa un desafío para los reguladores, inversionistas y consumidores, que enfrentan dificultades para entenderlos. Cuarto, el establecimiento de estándares de contabilidad y financieros presenta crecientes desafíos en cuanto a asegurar los niveles apropiados que respondan al desarrollo de los mercados financieros y permitan la convergencia global de los estándares contables y de auditoría. Quinto, los mercados financieros se han vuelto crecientemente globales, mientras que el marco regulatorio, actualmente fragmentado, ha complicado algunos esfuerzos para coordinarse internacionalmente con otros reguladores (Dodaro, 2009).

Existe acuerdo en cuanto a que en esta crisis hubo fallas importantes en la regulación y la supervisión. Algunas de ellas han sido identificadas por I. Bustillo y H. Velloso (2009) y se refieren a: falta de transparencia en el sistema financiero, falta de supervisión de instituciones financieras no bancarias, regulación y reglas contables procíclicas, las agencias de calificación y sus conflictos de interés (dado que las agencias eran pagadas por los emisores de títulos y no por los inversionistas) y una estructura de incentivos que alentó el comportamiento riesgoso. La estructura de incentivos de política no fue neutral, creando incentivos para la

latorio”, es decir, una parte importante de la intermediación financiera se trasladó a las instituciones financieras no bancarias, como los bancos de inversión, fondos de cobertura, fondos de mercado de dinero, etc., mientras que los bancos mantuvieron parte de sus créditos fuera de sus balances (en *off-balance-sheet vehicles*).

compra de casas en lugar de arrendarlas. Al buscar promover la propiedad de viviendas, los incentivos de política permitieron que los bancos aumentasen el número de préstamos *subprime*. En cuanto a las empresas, la estructura de incentivos, a través del código fiscal, ha favorecido la emisión de deuda sobre la emisión de acciones.

Con relación al comportamiento de las empresas, las autoras identifican dos importantes factores que también contribuyeron a la crisis: un excesivo apalancamiento de las empresas y un sistema de compensación inadecuado, enfocado más en ganancias de corto plazo que en la realización de lucros de largo plazo. El sistema de compensación vigente en el sector financiero ha proporcionado incentivos a banqueros, gerentes y operadores para la toma de riesgos excesivos, en virtud de que gran parte de la compensación está ligada a las ganancias de corto plazo, mientras los retornos en un activo financiero se realizan en el largo plazo.

B. LOS EVENTOS QUE CONDUJERON A LA CRISIS ACTUAL

Según Bustillo y Velloso (2009),² el grado de apalancamiento existente en los mercados de crédito fue construido a lo largo de varios años. El proceso fue alimentado por el relajamiento monetario de los EE.UU. en 2003-2004, cuando la tasa de interés de la Reserva Federal llegó al 1%. El ambiente de bajas tasas de interés favoreció la innovación financiera y el uso del apalancamiento para mejorar los retornos, estimulando un cambio en la distribución de activos hacia inmuebles y activos alternativos como fondos de cobertura (*hedge funds*) y capital privado (*private equity*).

La economía global fuerte y estable llevó a los inversionistas a una falsa sensación de seguridad, y comenzaron a comportarse como si la volatilidad hubiese desaparecido por completo. A principios de 2001, el bono basura promedio rendía alrededor de 900 puntos base más que el bono de diez años del Tesoro. En mayo de 2007, la diferencia había caído a 260 puntos base, el nivel más bajo en 20 años.

Durante este período, los bancos de inversión de Wall Street generaron recursos substanciales con el aumento de la *securitización*,³ suscribiendo (*underwriting*) grandes volúmenes de hipotecas, y de préstamos y bonos de alto rendimiento que financiaban compras apalancadas (compras de empresas con emisión de deuda, *leveraged buyouts*). El proceso de securitización dividía el conjunto de hipotecas y de préstamos en tramos con diferentes grados de riesgo y retornos, los que se convertían en instrumentos “exóticos” conocidos como

² Para ver una secuencia más detallada sobre los eventos que llevaron a la crisis, ver <http://www.eclac.cl/cgi-bin/getProd.asp?xml=/publicaciones/xml/1/35281/P35281.xml&xsl=/washington/tpl-i/p9f.xsl&base=/washington/tpl-i/top-bottom.xsl><http://www.eclac.cl/washington/>.

³ La *securitización* es el diseño de instrumentos financieros (bonos de renta fija o variable) respaldados por flujos provenientes de activos de distinta naturaleza. Lo anterior se concreta a través de una compra al término del activo por parte de un patrimonio separado que, a su vez, lo financia con el bono de oferta pública colocado en el mercado. Los activos *securitizables* definidos en la ley son: letras hipotecarias y mutuos hipotecarios; contratos de arrendamiento con promesa de compra/venta y sus respectivas viviendas; créditos y derechos sobre flujos de pago emanados de obras públicas, de obras de infraestructura de uso público, de bienes nacionales de uso público o de las concesiones de estos bienes u obras; otros créditos y derechos que consten por escrito y que tengan el carácter de transferibles; derechos sobre flujos de pago (http://www.santander.cl/securitizadora/con_sec.asp Defensoría del Cliente, Banco Santander –Chile, 2003).

collateralized debt obligations (CDO) y *collateralized loan obligations (CLO)*. Los distintos tramos eran evaluados por las agencias de calificación de riesgo y posteriormente vendidos a fondos de cobertura, fondos de pensiones, fondos mutuos y otros institucionales. Con este proceso de “dividir y distribuir” se reducía el incentivo para que el generador del préstamo monitorease la solvencia de los prestatarios. Además, en cada etapa de la cadena los intermediarios imponían una tasa por sus servicios, ganando dinero en el proceso.

Como consecuencia de la creciente securitización, el porcentaje de emisores privados de títulos basados en hipotecas (*mortgage-backed securities, MBS*) se duplicó entre 2003 y 2007 llegando a 18,8%, según la Reserva Federal de los EE.UU., mientras el porcentaje de emisiones por parte de las empresas patrocinadas por el estado (*government sponsored enterprises, GSE*), Fannie Mae y Freddie Mac, cayó de 52% en 2003 a 41,1% en 2007. Las instituciones depositarias –bancos, cajas de ahorros y cooperativas de crédito– mantuvieron 30,9% de las emisiones en 2007.

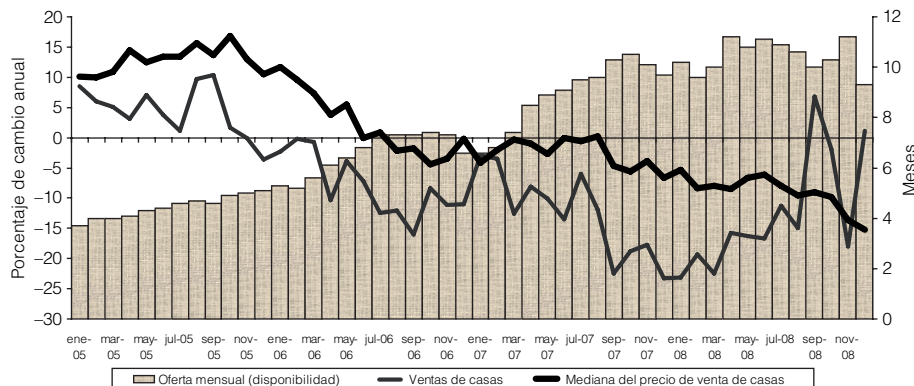
Mientras se aumentaba la securitización todos parecían ganar: los inversionistas adquirían activos de alto rendimiento que representaban derechos sobre un grupo más diversificado de beneficiarios; los bancos ganaban recursos para generar préstamos sin la carga de tenerlos en sus balances (*off-balance-sheet*), lo que de otro modo restringiría su capacidad de prestar a otros y, por tanto, su capacidad de apalancamiento. La securitización abrió una nueva posibilidad de crecimiento a los bancos, permitiéndoles prestar en los mercados. El negocio de los bancos comerciales ya no se limitaba al negocio más lento y costoso de atraer depósitos minoristas.

El aumento en la securitización trajo consigo un aumento en el apalancamiento. Una característica importante de estos nuevos títulos financieros (así como de otros nuevos instrumentos como los *swaps*, futuros y opciones) es que una pequeña posición inicial puede llevar a una exposición mucho mayor a la empresa.

1. Acontecimientos ocurridos entre 2003 y 2006

La Reserva Federal, entre otras cosas, trató de reducir el apalancamiento excesivo con un aumento en las tasas de interés de corto plazo, de 1% en 2003-2004 a 5,25% a mediados de 2006. Las tasas de interés más altas significaron costos más altos de las hipotecas y una reducción en las ventas de casas, así como en el número de préstamos suscritos (*underwrite*) para comprarlas. En respuesta, los bancos de inversión relajaron sus estándares de crédito, pasando a comprar préstamos de menor calidad. El financiamiento para compras apalancadas también siguió reglas más laxas, se realizaron negocios más arriesgados, y se compraron compañías más grandes. El hecho de bajar estándares funcionó por un periodo. En 2006, los bancos de inversión recibieron casi 60% más que en 2003 por la suscripción de hipotecas y otros préstamos. Todo esto fue hecho bajo el supuesto de que los precios de las viviendas continuarían subiendo, que fue la realidad del periodo de posguerra hasta mediados de 2006, cuando los precios comenzaron a disminuir (ver gráfico IV.1). Los precios altos de las casas ocultaron el riesgo por un tiempo pero, aunque estos se mantuvieran en los mismos niveles, el problema seguía latente. Los deudores de las hipotecas *subprime* y otros deudores no tradicionales eran sumamente dependientes de la continuación del auge de vivienda, y el supuesto fundamental era que los deudores de hipotecas *subprime* podrían continuar refinanciando sus hipotecas.

Gráfico IV.1
MERCADO DE LA VIVIENDA EN EE.UU.: LOS PRECIOS DE VIVIENDA CAEN
A PARTIR DE 2a. MITAD 2006



Fuente: CEPAL, con base en datos de National Association of Realtors.

La suspensión del pago y la morosidad comenzaron a aumentar a mediados de 2006. La morosidad creciente en el mercado de hipotecas *subprime* en los EE.UU. y el impacto en los títulos de valores basados en estas hipotecas generaron una falta de confianza en cualquier título respaldado por hipotecas, los que anteriormente eran consideradas inversiones seguras. En 2001, el mercado de hipotecas estuvo dominado por aquellas tradicionales de largo plazo, que contaban con el 84% del total. Este porcentaje bajó a 55% en 2006. Sin embargo, hubo un crecimiento notable de las hipotecas no tradicionales, al igual que las *subprime* que, por definición, son dirigidas a personas con un no muy buen historial de crédito: en 2001, las hipotecas *subprime* constituían sólo el 5% del mercado, llegando en el 2006 al 20% del total de las hipotecas, según la *Federal Deposit Insurance Corporation (FDIC)* de los Estados Unidos. El aspecto más problemático fue el desarrollo de las hipotecas *subprime* conocidas como *hybrid-arm*, que comenzaban con una tasa de interés baja por dos o tres años, aumentando posteriormente. Estas hipotecas constituyeron el 67% de la hipotecas *subprime* en 2006, y fueron suscritas basándose sólo en la tasa de interés inicial, causando un desplome importante del proceso de suscripción. Además, un porcentaje alto de estas hipotecas *subprime* con *hybrid-arm* estuvieron basadas en ingresos declarados por los beneficiarios (*stated income*), que no eran verificados por los otorgantes de las hipotecas.

2. Eventos durante 2007

Las condiciones financieras continuaron deteriorándose en la primera mitad de 2007, culminando con un aumento en la volatilidad en julio y agosto de ese año. Los problemas se extendieron a las acciones y a los fondos de cobertura, y los temores acerca de la exposición

subprime de EE.UU. se extendieron más allá de los bancos de ese país y de pequeños prestamistas especializados. BNP Paribas fue forzado a suspender las actividades de tres fondos que administraban títulos basados en activos. Los problemas del banco alemán IKB resultaron en un plan de rescate para bancos locales y, como resultado, las tasas de interés interbancarias en los mercados de otorgamiento de créditos *overnight* aumentaron súbitamente. El Banco Central Europeo y posteriormente la Reserva Federal, el Banco de Japón, el Banco Central de Rusia y el Banco de Canadá se vieron forzados a suministrar financiamiento de corto plazo a los mercados para que estos siguieran funcionando.

La incertidumbre acerca de las pérdidas tuvo como resultado una brusca reducción de liquidez en los mercados de papeles interbancarios de tres meses y papeles comerciales. El mercado de papeles comerciales de los EE.UU. experimentó una retirada de capitales sin precedente. Los programas de papeles comerciales basados en activos (*asset-backed commercial paper (ABCP) structures*) enfrentaron riesgos de liquidez cada vez mayores, particularmente con los inversionistas institucionales haciendo un cambio importante de dichos papeles a bonos soberanos, generando con ello una baja en los rendimientos de los papeles del Tesoro.

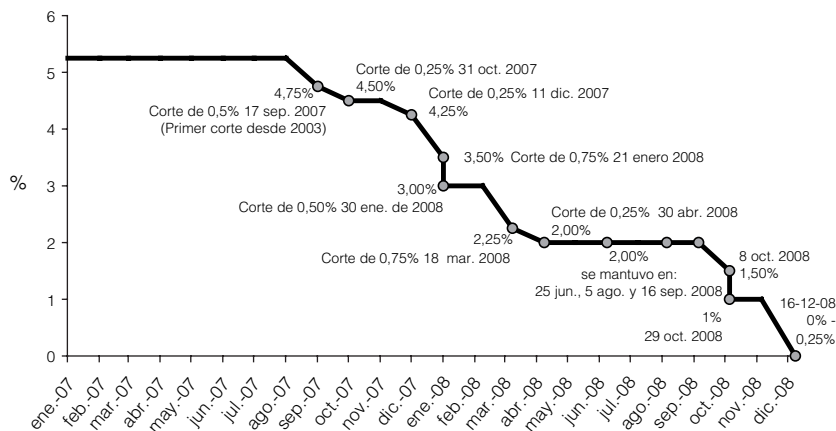
Los bancos se rehusaron a prestar a otros bancos, en parte por la falta de transparencia en sus compromisos con las estructuras de papeles comerciales basados en activos (ABCP). La mayoría de los bancos comerciales dejaron los riesgos fuera de sus balances (*off-balance-sheet*) lo cual causó incertidumbre acerca de cuáles serían los riesgos a que una institución-contraparte podría estar expuesta y contribuyó a la reducción de la liquidez en ciertas áreas del mercado. Si un programa de ABCP era incapaz de renovar o extender papeles comerciales que estaban por vencer, se debía buscar algún tipo de financiamiento de corto plazo, o cerrar y vender los activos suscritos. Así, los bancos centrales alrededor del mundo empezaron a tomar medidas para proporcionar suficiente liquidez a los mercados para realizar transacciones de corto plazo.

3. Sucesos de 2008

En 2008 la crisis financiera se profundizó. Al inicio del año, en una reunión de emergencia, el *Federal Open Markets Committee* de Estados Unidos (FOMC) decidió cortar en 75 puntos base la tasa de interés, dejándola en 3,5%. El FOMC siguió cortando la tasa de interés durante el año, dirigiéndose hacia un territorio inexplorado al anunciar un rango de tasa de entre 0 y 0,25% para los fondos federales en diciembre (ver gráfico IV.2). Con esta decisión, la Reserva Federal esencialmente abandonó su política tradicional de utilizar las tasas de interés para administrar la situación económica.

Una serie de eventos, particularmente en la segunda mitad de 2008, contribuyó a empeorar la crisis financiera. La Reserva Federal y el Departamento del Tesoro adoptaron varias medidas poco convencionales en respuesta a estos eventos, para poder mantener la economía a flote (ver recuadro IV.1). Durante este año turbulento, el Departamento del Tesoro y la *Federal Housing Finance Agency (FHFA)* colocaron a las compañías de hipotecas Fannie Mae y Freddie Mac, ambas patrocinadas por el gobierno, bajo curaduría del gobierno, Lehman Brothers se declaró en bancarrota, Merrill Lynch fue comprada por el Bank of America, la Reserva Federal tomó el control de la compañía de seguros American International Group

Gráfico IV.2
CAMBIOS EN TASA DE INTERÉS EN EE.UU. (2007-2008)



Fuente: CEPAL, con base en datos de la Reserva Federal de los Estados Unidos.

Inc. (AIG),⁴ el Citigroup fue rescatado y el gobierno anunció un plan para rescatar al sector automotriz. El balance de la Reserva Federal alcanzó los US\$2.25 trillones a 31 de diciembre 2008, de aproximadamente US\$900 mil millones tan solo 4 meses antes, en agosto 2008.

4. Primer trimestre de 2009

A principios de 2009, el gobierno de EE.UU. anunció varias iniciativas para seguir contrarrestando los efectos de la crisis. En febrero, el Congreso aprobó un paquete fiscal de US\$787 mil millones (*American Recovery and Reinvestment Act*) firmado por el Presidente. El Departamento del Tesoro, a su vez, anunció un plan para estabilizar el sistema financiero (*Financial Stability Plan*), incluyendo un fondo de inversión público-privado para la compra de activos “tóxicos” y un plan de US\$75 mil millones para refinanciar hipotecas (*Housing Support and Foreclosure Prevention*).

En marzo, la FED anunció un plan de compra de hasta US\$300 mil millones en bonos del Tesoro de largo plazo para los próximos seis meses. También en marzo fueron anunciadas medidas dirigidas al sector automotriz. El gobierno estableció un plazo de 60 días para que GM presente un plan de negocios viable. Por otra parte, condicionó la ayuda a la salida del

⁴ Una de las causas importantes de intervención de AIG, por parte del gobierno, se atribuye a los problemas generados por los *credit default swaps* (CDS). Los CDS comenzaron como una póliza de seguro, el inversionista compraba un activo de una empresa, y para resguardarse contra la posibilidad de una eventual quiebra de la misma, compraba un CDS. Otros participantes del mercado compraban estos mismos *swaps*, sin poseer el activo para el cual se contrataba el seguro, haciendo apuestas con relación al futuro de la compañía. Por tanto, uno de los factores detonantes de la crisis fue la especulación con los precios de instrumentos financieros por parte de personas que no los poseían, distorsionando de esta manera el mercado.

Recuadro IV. 1
POLÍTICAS DE LOS ESTADOS UNIDOS EN RESPUESTA
A LA CRISIS FINANCIERA: 2008

7 de marzo. La Reserva Federal (FED) pone a disposición US\$200 mil millones a prestamistas para mejorar las subastas del *Term Auction Facility* (TAF) y otros US\$100 mil millones en nuevas operaciones mensuales de recompra (US\$300 mil millones).

11 de marzo. El *Federal Open Market Committee* (FOMC) autoriza el incremento de su acuerdo temporal de moneda recíproca existente (líneas *swap*) con el Banco Central de Europa (BCE) y el Banco Nacional de Suiza. Estos acuerdos ahora proveen dólares en un monto de hasta US\$30 mil millones (desde US\$10 mil millones) y US\$6 mil millones (desde US\$2 mil millones) al BCE y al BNS, respectivamente.

11 de marzo. *Term Securities Lending Facility* (TSLF) –la FED presta a distribuidores primarios en el mercado de bonos hasta US\$200 mil millones en títulos del Tesoro por un plazo de 28 días.

14 de marzo. La FED hace un préstamo sin precedente para facilitar la venta del banco de inversión Bear Stearns a JPMorgan (US\$29 mil millones).

16 de marzo. El Banco de la Reserva Federal de Nueva York es autorizado a crear un programa de ventanilla de descuento para préstamos para 20 distribuidores primarios –el Programa de Crédito Primario a Distribuidores (*Primary Dealer Credit Facility* (PDCF)). El crédito extendido puede ser colateralizado por una vasta gama de títulos de deuda con grado de inversión.

20 de marzo. La garantía de colateral de la TSLF es expandida para incluir paquetes de deuda hipotecaria (es decir, *AAA Residential Mortgage-Backed-Securities* (MBS)) y los títulos de valores vinculados a productos comerciales inmobiliarios (es decir, *AAA Comercial MBS*).

30 de julio. La FED anuncia varios pasos para mejorar la efectividad de los programas de liquidez ya existentes, incluyendo la introducción de vencimientos de largo plazo en su programa de subastas TAF. Aunado a este cambio, el Banco Central Europeo y el Banco Nacional de Suiza adaptaron los vencimientos de sus operaciones. Las acciones tomadas por la FED incluyen: la extensión del PDCF y del TSLF hasta el 30 de enero de 2009 (el 3 de febrero de 2009 la FED anuncia la extensión del PDCF y TSLF hasta 30 de octubre de 2009, a la luz de la continua tensión en los mercados financieros); la introducción de subastas de opciones en US\$50 mil millones retirados del TSLF; la introducción de préstamos TAF de 84 días como complemento a los préstamos TAF de 28 días; un incremento de la línea *swap* de la Reserva Federal con el Banco Central Europeo de US\$ 50 a 55 mil millones.

7 de septiembre. El Tesoro y la Agencia Federal de Financiamiento de Vivienda (*Federal Housing Finance Agency* (FHFA)) anuncian que las empresas hipotecarias Fannie Mae y Freddie Mac, patrocinadas por el gobierno, han sido puestas en curador gubernamental.

14 de septiembre. Lehman Brothers se declara en bancarrota y Merrill Lynch es comprado por Bank of America. La FED amplía su garantía colateral para el PDCF –un instrumento que facilita los términos de préstamo a través de la FED hacia los distribuidores primarios, y para el programa TSLF; aumenta la frecuencia de las subastas del TSLF y ofrece una excepción temporal a limitaciones de la sección 23A de la Ley de la FED, permitiendo a todas las instituciones depositarias dar liquidez a sus afiliados para activos generalmente financiados en el *tri-party repo market*. Esta excepción venció el 30 de enero de 2009.

16 de septiembre. La FED acuerda prestar US\$ 85 mil millones en fondos de emergencia a la compañía de seguros American International Group Inc. (AIG) a cambio de un control efectivo de la compañía. En contraprestación, el gobierno de los Estados Unidos recibe un 79,9% del capital en AIG. El préstamo fue hecho bajo la Sección 13.3 de la Ley de la FED, la misma sección a través de la cual la FED prestó dinero a Bear Stearns y creó el PDCF.

17 septiembre. El Tesoro instaura el programa de Financiamiento Suplementario Temporal (*Temporary Supplemental Financing*) para financiar a la FED.

(Continúa en la página siguiente)

(Continuación recuadro IV.1)

18 de septiembre. La FED crea líneas swaps con los principales bancos centrales del mundo, inyectando US\$247 mil millones en los mercados financieros.

19 de septiembre. La FED concede préstamos sin aval de recursos (*non-recourse loans*) a las instituciones de depósito de Estados Unidos y bank holding companies para financiar sus compras de papeles comerciales de alta calidad respaldados por activos (*high-quality asset-backed commercial paper*) del mercado de dinero de fondos mutuos (US\$50 mil millones en líneas de crédito).

19 de septiembre. El Tesoro presenta el programa *Troubled Assets Relief Program (TARP)*, comúnmente conocido como el paquete de rescate, el cual posibilitaba la compra de activos no-líquidos de instituciones financieras (hasta US\$700 mil millones).

22 de septiembre. La FED aprobó la conversión de los bancos de inversión Goldman Sachs y Morgan Stanley a bancos comerciales regulares.

29 de septiembre. La FED amplía las facilidades de liquidez del dólar, a través de: 1) un incremento en el total de las subastas de TAF de fondos de 84 días, de US\$ 150 mil millones a US\$ 300 mil millones; 2) subastas TAF de US\$150 mil millones adicionales, con las subastas a ser realizadas en noviembre para los fondos de fin de año; 3) un incremento de los *swaps* de moneda con bancos centrales extranjeros, llevando el total pendiente de US\$290 mil millones a US\$620 mil millones. Además, estas líneas *swaps* se extenderían del 30 de enero de 2009 hasta el 30 de abril del mismo año. (El 3 de febrero de 2009 la FED anunció que las líneas de *swaps* se extenderán del 30 de abril hasta el 30 de octubre de 2009, para hacer frente a la continua presión en los mercados de financiación en dólar).

3 de octubre. El Congreso pasa la Ley de Emergencia de Estabilización Económica (*Emergency Economic Stabilization Act (EESA)*), enmendando la ley de rescate (el TARP) (hasta US\$700 mil millones).

7 de octubre. La FED inicia el pago de interés sobre reservas. La FED también anuncia planes para incrementar las subastas de TAF llevando eventualmente las cantidades pendientes del programa regular de TAF a US\$ 600 mil millones. Además, el tamaño de las siguientes dos subastas, a realizarse en noviembre, aumentó a US\$150 mil millones cada una, de forma tal que US\$900 mil millones de crédito TAF podrían quedar potencialmente pendientes hasta finales de año.

7 de octubre. La FED anuncia la creación del programa de financiamiento de papeles comerciales (*Commercial Paper Funding Facility (CPFF)*) –un instrumento diseñado para ayudar a proveer liquidez a mercados de financiamiento a plazos (*term funding markets*).

8 de octubre. El FOMC corta la tasa de interés (*federal funds target rate*) en 50 puntos base, bajándola de 2 a 1,5%. Este fue un esfuerzo coordinado con el Banco Central Europeo, el Banco de Inglaterra y los bancos centrales de Canadá y Suecia, reduciendo también su tasa primaria de préstamos (*primary lending rate*) en medio punto porcentual. El banco Central de China también redujo su principal tasa de interés y redujo los requerimientos de reserva de los bancos.

8 de octubre. La FED concede un préstamo adicional a AIG por US\$37,8 mil millones.

12 de octubre. La FED permitió a Wells Fargo & Company comprar a Wachovia y sus filiales.

14 de octubre. El Tesoro anuncia el Programa de Compra de Capital del TARP (*TARP Capital Purchase Program (CPP)*), bajo el cual invertirá una parte del paquete TARP para obtener participación en los bancos americanos. Bajo el programa, el Tesoro comprará hasta US\$ 250 mil millones de acciones preferenciales en plazos estandarizados de acuerdo a lo descrito en el programa. Al momento del anuncio, nueve grandes instituciones ya habían acordado participar en el programa, entre ellos: Citigroup, Bank of America, Wells Fargo, Goldman Sachs y JPMorgan Chase.

21 de octubre. La FED anuncia la creación del programa *Money Market Investor Funding Facility (MMIFF)*, instrumento que será aplicado en compras de deuda de corto plazo, de fondos mutuos del mercado monetario (hasta US\$540 mil millones).

27 de octubre. El Tesoro provee fondos (del *TARP Capital Purchase Program*) para 22 bancos de Estados Unidos en una segunda ronda de capitalización (US\$38 mil millones).

(Continúa en la página siguiente)

(Continuación recuadro IV.1)

27 de octubre. La FED inicia la compra de papeles comerciales a través del programa de financiamiento de papeles comerciales (*Comercial Paper Funding Facility (CPFF)*).

29 de octubre. La FED ofrece una línea de crédito para *swap* de monedas (*currency swap loan*) a 4 economías emergentes: Brasil, México, Corea del Sur y Singapur, por un total de US\$ 120 mil millones, US\$30 mil millones por país.

29 de octubre. El FOMC baja la tasa de interés del fondo federal en 50 puntos base, a 1 % (anteriormente 1,5%).

10 de noviembre. La FED y el Tesoro anuncian que reestructurarán su apoyo financiero a AIG, incrementando su ayuda de US\$123 mil millones a US\$150 mil millones. El préstamo de US\$37,8 mil millones establecido por la Reserva Federal de Nueva York el 8 de octubre de 2008 será repagado y finiquitado.

24 de noviembre. Rescate de Citigroup. El Tesoro y la *Federal Deposit Insurance Corporation (FDIC)* cubrirán posibles pérdidas en un pool de activos de aproximadamente US\$306 mil millones de préstamos y títulos respaldados por activos inmobiliarios y comerciales y otros títulos similares, los cuales permanecerán en los balances de Citigroup. Como un precio a este arreglo, Citigroup emitirá acciones preferenciales para el Tesoro y el FDIC. Además y si es necesario, la Reserva Federal estará preparada para salvaguardar cualquier riesgo residual en el pool de activos a través de un préstamo sin aval de recurso. El Tesoro invertirá también US\$20 mil millones del TARP en Citigroup a cambio de acciones preferenciales con un dividendo del 8% para el Tesoro.

25 de noviembre. La FED inicia un programa de compra de obligaciones directas de Fannie Mae, Freddie Mac, y los bancos que otorgan crédito a vivienda (*Federal Home Loan Banks*), y de títulos basados en hipotecas respaldadas por Fannie Mae, Freddie Mac y Ginnie Mae (hasta US\$600 mil millones).

25 de noviembre. La FED anuncia la creación de un programa que ayudará a los participantes del mercado a satisfacer la necesidad de crédito para hogares y pequeñas empresas, facilitando la emisión de títulos basados en activos, usando préstamos para estudiantes, automóviles, tarjeta de crédito y garantizados por la *Small Businesses Administration (SBA)* como colaterales (el *Term Asset-Backed Securities Loan Facility (TALF)*) (hasta US\$200 mil millones).

16 de diciembre. El FOMC establece un rango entre 0 y 0,25% para la tasa de interés de los fondos federales.

19 de diciembre. El presidente Bush anuncia un plan de rescate para la industria automotriz dirigido a General Motors y Chrysler LLC de US\$17,4 mil millones en préstamos federales. El dinero provendrá del TARP, del fondo de US\$700 mil millones puestos en octubre para rescatar los bancos y las empresas de inversiones.

Fuente: I. Bustillo y H. Velloso (2009), con base en datos del Tesoro y de la Reserva Federal de los EE.UU.

CEO Rick Wagoner y el reemplazo de la mayoría de los miembros del directorio de la empresa. Si el plan no es considerado viable, el gobierno facilitará un proceso de bancarrota “controlado”. En el caso de Chrysler, el gobierno determinó que la empresa debía encontrar un socio para hacerla viable. Se mencionó a FIAT como uno posible y se estableció un plazo de 30 días para que las empresas lleguen a un arreglo. De no concluirse el acuerdo, la alternativa será también el proceso de bancarrota. Estas últimas medidas por parte del gobierno

reflejan una intervención directa, no antes vista, de un gobierno en el nivel decisorio de una empresa privada, creando un precedente, considerado por algunos críticos como peligroso, en cuanto al futuro funcionamiento de los gobiernos corporativos, donde el papel de distintos grupos relacionados o *stakeholders* pasa a ser más importante en los procesos de decisión de la empresa.

En abril, el *Financial Accounting Standards Board (FASB)*, agencia encargada de establecer las reglas contables para el sector financiero en EE.UU., anunció un cambio en las reglas de *fair value* o *mark-to-market*, permitiendo a los bancos más flexibilidad en el uso de sus propios modelos de valorización en el caso de activos para los cuales no existe mercado. La regla de *mark-to-market* había sido considerada por los bancos como uno de los factores que contribuyeron al agravamiento de la crisis, pues según ellos y otros críticos, en momentos en que el mercado se encuentra sin liquidez, las empresas son forzadas a valorizar sus activos con precios que no reflejen su valor intrínseco. Bajo la nueva regla anunciada por FASB, las empresas pueden evitar la clasificación de sus activos como “tóxicos” si confirman su intención de mantener dichos activos en sus balances hasta que recuperen el valor. En consecuencia, se disminuye la necesidad de aumentar sus requerimientos de capital. Entre las críticas a los cambios propuestos está la posibilidad de crear un espacio para que las empresas oculten eventuales pérdidas.

Se espera que el cambio en las reglas contables impulse las ganancias del primer trimestre de muchos bancos, ya que permite que se recalcule el valor de sus activos “tóxicos”. Por otro lado, preocupa que el cambio impacte negativamente la implementación del plan anunciado por el Tesoro de compra de estos activos a través de un fondo de inversión público-privado, ya que puede disminuir la presión sobre los bancos para que vendan estos activos.

Las autoridades han reconocido que además de las medidas ya tomadas, hay necesidad de reforzar el marco regulatorio. En una presentación frente al *Council on Foreign Relations* en marzo 10 de 2009, el Presidente de la FED –Ben Bernanke– advirtió que el marco regulatorio debe ser fortalecido para garantizar la estabilidad futura del sector financiero. Según él, el sistema financiero debe ser regulado “en su conjunto, de manera holística” para evitar muchas de las fallas que condujeron a la crisis actual. Los formuladores de política deben supervisar mejor y más eficientemente las instituciones que son consideradas muy grandes e interconectadas, cuya quiebra representa un impacto sistémico (Bernanke, 2009a). Por su parte, el Secretario del Tesoro, Tim Geithner, anunció a finales de marzo una propuesta de reforma al marco regulatorio, con el objeto de fortalecer la institucionalidad financiera y estabilizar los mercados.

C. EL IMPACTO SOBRE LOS MERCADOS DE AMÉRICA LATINA

Los mercados de capitales de América Latina sintieron los efectos de la crisis a través de un incremento en los *spreads* de deuda, grandes caídas en los índices de precios de las acciones, ajustes significativos de las monedas, aumento del costo de los préstamos y la caída brusca de los flujos de capital. El colapso de Lehman Brothers en septiembre de 2008 y la ola de liquidaciones de activos (*deleveraging*) que siguió marcaron el principio de una fase más turbulenta y más seria de la crisis en la región.

1. Aumento de los *spreads* de deuda

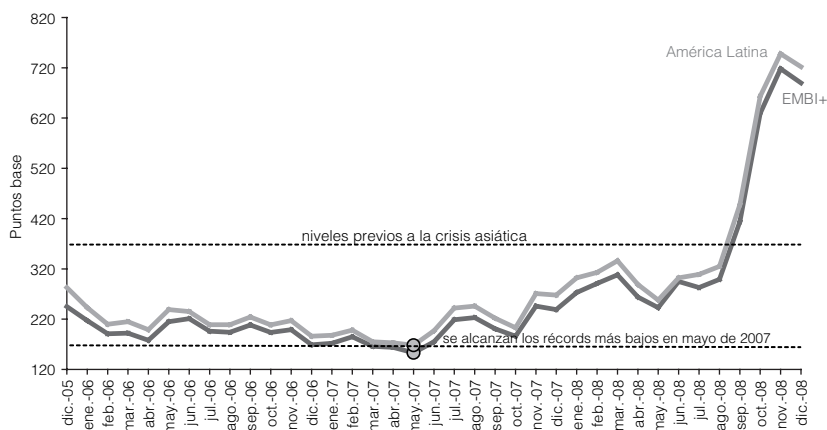
Después de alcanzar los records más bajos en mayo de 2007, los *spreads* de los bonos de mercados emergentes comenzaron a ampliarse, superando los niveles previos a la crisis asiática en agosto de 2008 (ver gráfico IV.3). La falta de liquidez y la subsecuente liquidación de activos han conducido a un colapso en el precio de los activos y un fuerte aumento de los *spreads*. Los niveles más altos de los *spreads* en la región reflejan una reevaluación del riesgo y la caída de los rendimientos de los bonos de 10 años del Tesoro, haciendo mucho más difícil a los gobiernos obtener el financiamiento necesario.

El premio por riesgo de las corporaciones latinoamericanas y la deuda soberana han crecido substancialmente, pero han permanecido más bajos que los bonos *junk* (alto-rendimiento) de los Estados Unidos (ver gráfico IV.4). Las corporaciones latinoamericanas han enfrentado un crecimiento brusco en los costos de los préstamos del exterior, aunque menos que los otros mercados emergentes (ver gráfico IV.5), lo cual aumenta la preocupación de que los riesgos de refinanciamiento se disparen.

2. Caída de los precios de las acciones

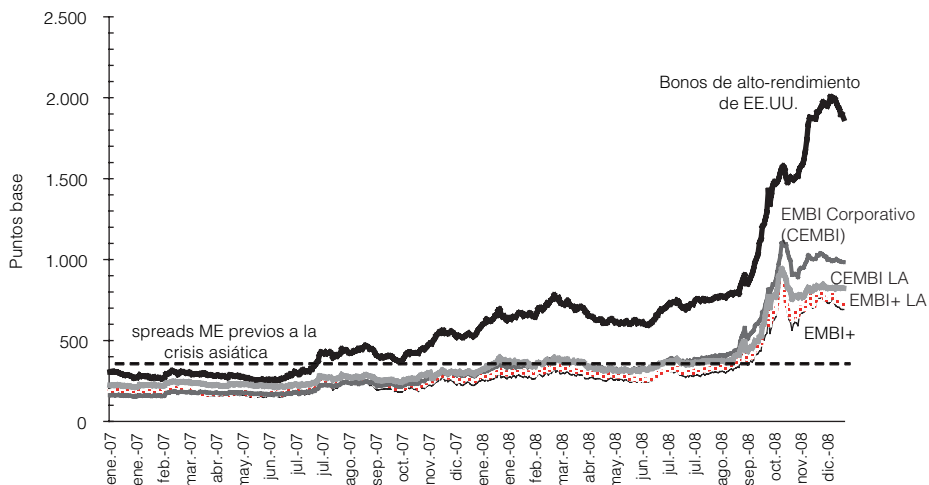
Las vulnerabilidades de los mercados emergentes se han concentrado más en las empresas, ya que los países han mejorado la dinámica de su deuda pública y sus necesidades de financiamiento están bajo control. El desempeño del mercado ha sido conducido por un deterioro rápido de los mercados bancarios y corporativos de los países emergentes, así como por la caída de sus mercados accionarios. En 2008, el componente latinoamericano del índice de precios de las acciones MSCI de Morgan Stanley perdió 53%, mientras que el componente de

Gráfico IV.3
JPMORGAN EMBI+ E ÍNDICE PARA AMÉRICA LATINA: *SPREADS* MENSUALES
DIC. 2005 - DIC. 2008



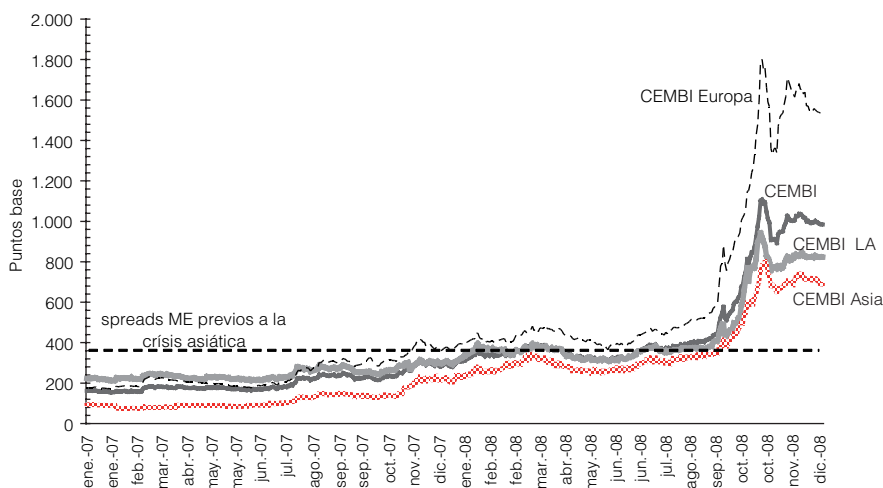
Fuente: CEPAL, con base en datos de JPMorgan, "Emerging Markets Bond Index Monitor".

Gráfico IV.4
BONOS DE ALTO-RENDIMIENTO DE EE.UU. VS. SPREADS MDOS. EMERGENTES
 2007-2008



Fuente: CEPAL, con base en datos de Merrill Lynch U.S. High-Yield Master II Index (H0A0), y JPMorgan EMBI+.

Gráfico IV.5
SPREADS DE EMBI CORPORATIVO
 2007-2008



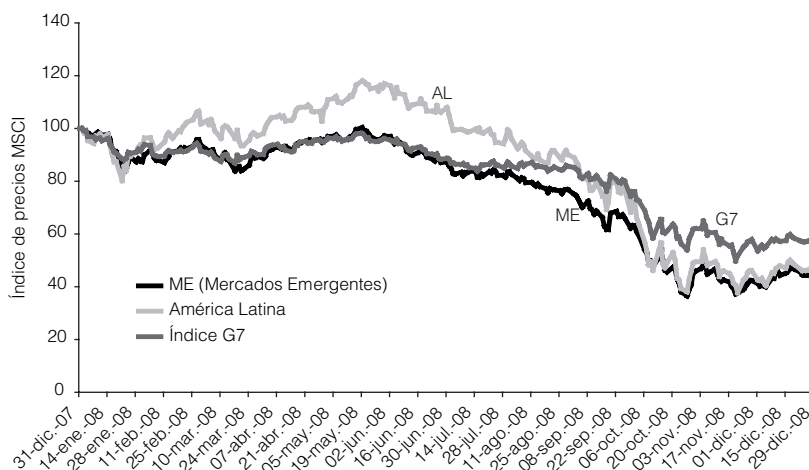
Fuente: CEPAL, con base en datos de Merrill Lynch U.S. High-Yield Master II Index (H0A0), y JPMorgan EMBI+.

los mercados emergentes perdió 56% y el de los países del G7 43% (ver gráfico IV.6). Aunque en 2007 el componente latinoamericano ganó 47%, casi nueve veces más que el índice MSCI-G7 para mercados desarrollados, desde mediados de septiembre de 2008 los temores sobre el acceso al crédito y el impacto adverso de la caída de los precios de los *commodities* sobre las monedas locales contribuyeron a incrementar la aversión al riesgo y la salida de capitales. Sin duda, la crisis y todo el movimiento dentro de las bolsas de valores que se ha generado, entre los que se cuenta la salida de empresas de la bolsa (*delisting*), impactará aún más la tendencia hacia un mayor achicamiento y una contracción de los recursos de financiamiento de proyectos de largo plazo provenientes de esa fuente.

3. Ajuste significativo de las monedas

Dado el aumento en la aversión al riesgo, los inversionistas retiraron rápidamente cantidades masivas de dinero, creando problemas para los bancos y mercados locales. Se produjo una escasez de dólares, producto de la liquidación de activos de los inversionistas en los mercados de América Latina. En Brasil y en México, los bancos centrales utilizaron miles de millones de dólares de sus reservas para contener la caída estrepitosa de la moneda, ya que muchas compañías en estos países, creyendo que sus monedas locales continuarían fuertes frente al dólar, se endeudaron en dólares. Algunas compañías también hicieron apuestas usando derivados de moneda lo que las llevó a grandes pérdidas. Las dramáticas fluctuaciones de las monedas han causado grandes pérdidas a muchas compañías, entre ellas la gigante cementera de México, Cemex SAB, y en Brasil el Grupo Votorantim. El tercer *retail* más grande de

Gráfico IV.6
ÍNDICE DE PRECIOS DE LAS ACCIONES MSCI (USD)
2008



Fuente: CEPAL, con base en datos de MSCI Equity Indices, <http://www.msci.com/equity/index2.html>. Precios de fin de mes.

México, Controladora Comercial Mexicana, se declaró en bancarrota a fines de 2008 después de reportar grandes pérdidas relacionadas con apuestas de tipo de cambio. Las preocupaciones por la exposición corporativa a derivados denominados en dólares se han incrementado, el *spread* sobre los bonos emitidos por muchas de las empresas líderes en Brasil y México está creciendo, elevando significativamente el costo de emisión de deuda nueva. La emisión de deuda externa latinoamericana se frenó en el tercer trimestre de 2008, totalizando sólo US\$ 690 millones. En el cuarto trimestre de 2008 hubo una sola emisión hecha por México (de deuda soberana), un bono referencial a 10 años a mediados de diciembre. El sector empresarial en la región es hoy más vulnerable que el sector público frente a la crisis, y encontrará dificultades para obtener financiamiento externo en 2009.

Los gobiernos de la región, así como el de EE.UU., muestran una preocupación por el riesgo sistémico que presentan algunas de sus grandes empresas. Por ejemplo, Cemex sigue con problemas y el gobierno recientemente decidió asumir un rol más activo en el apoyo a la empresa, mediando conversaciones entre ésta y 12 bancos acreedores y considerando, inclusive, proveerle financiamiento directamente. Según funcionarios del gobierno, hay conciencia respecto a la posibilidad de riesgo sistémico ante una suspensión de pagos por parte de Cemex. La iniciativa del gobierno mexicano no es muy distinta del apoyo que el *Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES)* de Brasil ha prestado a algunas compañías en dificultades. Por ejemplo, Bndes se asoció a Votorantim como inversionista de capital para la adquisición de acciones de Aracruz. Bndes también ha abierto, rápidamente, líneas de financiamiento para bancos y empresas para asistirlos en el refinanciamiento de sus deudas de corto plazo.

4. Aumento en los costos de los préstamos

Tanto el costo de obtener préstamos para gastos de capital, fusiones y adquisiciones, como el refinanciamiento han crecido sustancialmente para las empresas de América Latina en medio del contagio de la actual crisis financiera. De acuerdo a los banqueros, una prolongada tendencia de reducción de plazos de vencimiento y de aumento en los *spreads* (o diferencia de precios entre el del vencimiento y el de mercado) se ha intensificado mientras los préstamos bancarios van rápidamente siguiendo el camino de los bonos y las acciones.

Mientras los bancos locales lidian con la extensión de la crisis financiera, un patrón de consolidación puede surgir. A partir de la fusión de Itaú y Unibanco, en la primera semana de noviembre de 2008, se creó la expectativa de que vendría una ola de consolidaciones. Según *Económica*, una consultora con base en São Paulo, se estima que ambos bancos en conjunto tendrían un valor de mercado de US\$42,3 mil millones en el momento de la fusión, generando así el banco más grande de Sudamérica y el sexto más grande en el hemisferio. De acuerdo a los ejecutivos de los dos bancos, la nueva institución tiene ahora la capacidad de actuar en una escala global y el objetivo es convertirla en un jugador global dentro de cinco años. La consolidación ayudará a las recientes medidas gubernamentales para inyectar liquidez al sistema bancario.

5. Expectativas de brusca caída de los flujos de capital

Existe la expectativa de que América Latina y el Caribe enfrentarán una gran disminución en la entrada de capitales durante 2009, a pesar de las iniciativas recientes por aumentar la

liquidez en la región.⁵ A fines de enero de 2009, el *Institute of International Finance (IIF)* publicó sus proyecciones para los flujos de capital hacia los países emergentes. Según ellos, los flujos en la región cayeron de US\$184 mil millones en 2007 a US\$89 mil millones en 2008 y se espera que en 2009 estos caigan aún más llegando a los US\$43 mil millones.

De acuerdo a las proyecciones de CEPAL, América Latina y el Caribe mostrarán una contracción de 0,3% del producto durante 2009. Por su parte, el Fondo Monetario Internacional (FMI) prevé que el PIB de los países de la región sufrirá una contracción promedio entre un 0,5% y un 1% en 2009. El sector empresarial en la región es más vulnerable que el sector público, pues se encuentra más endeudado y sorpresivamente las empresas privadas poseen más activos “tóxicos” de lo que se pensaba. En esta situación, los formuladores de política necesitarán encontrar un equilibrio entre la necesidad de estimular la economía y estabilizar el sector financiero. En los últimos meses se ha observado, por parte de las autoridades de los países de la región, una actitud proactiva en el sentido de adoptar medidas cuyo principal efecto es mitigar los impactos negativos de la crisis del sistema financiero y de la contracción de la economía global (CEPAL, 2009).

Dada la expectativa de una fuerte caída en los flujos de capital, los altos requerimientos de financiamiento de los países de la región y el anticipado desplazamiento de los bonos soberanos y corporativos de los mercados emergentes por bonos del gobierno que esperan ser emitidos por las grandes economías desarrolladas en el mercado de crédito internacional, muchos países de la región necesitarán acceder a las instituciones financieras internacionales (IFI).⁶

Más recientemente, el Primer Ministro inglés –Gordon Brown– propuso un fondo de US\$100 mil millones para los países emergentes para financiar comercio, y el Director Gerente del FMI, Dominique Strauss-Khan, anunció una expansión de sus mecanismos de crédito para atender las lagunas de financiamiento en los países en desarrollo. El Banco Interamericano de Desarrollo (BID) anticipa que su provisión de financiamiento a países de la región alcanzará US\$18 mil millones en 2009. Sin embargo, hay crecientes dudas sobre la capacidad de las instituciones multilaterales de tener un impacto contra-cíclico en la región si la crisis se profundiza. La pregunta es si las instituciones van a obtener el monto de capital que necesitan para poder aumentar la capacidad de ofrecer préstamos.

En América Latina y el Caribe existe una preocupación creciente de que estas iniciativas sean insuficientes para cubrir las necesidades financieras de los sectores público y privado de la región. El Comité Latinoamericano de Asuntos Financieros (Claaf), en diciembre de 2008, afirmó que la seriedad de la situación internacional requiere comprometer una cantidad de recursos sin precedentes para los países emergentes. Sus estimaciones sugieren que podría requerirse cerca de US\$250 mil millones para cubrir las necesidades potenciales del refinanciamiento y para apoyar los presupuestos públicos de América Latina en 2009 y 2010. Según

⁵ El Banco Interamericano de Desarrollo (BID), la Corporación Andina de Fomento, la Corporación Financiera Internacional (IFC) del Banco Mundial y el Fondo Latinoamericano de Reservas (FLAR) anunciaron casi US\$10 mil millones en líneas de crédito para la región a finales de 2008, con el objeto de proteger el crecimiento y el empleo frente a la crisis.

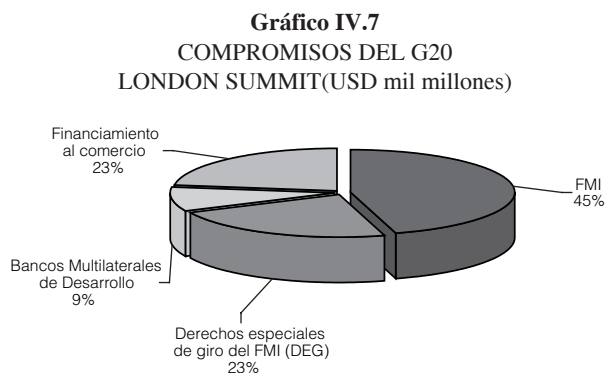
⁶ Analistas advierten que los emisores de deuda de los mercados emergentes podrían ser desplazados de los mercados de crédito por US\$3 trillones de bonos del gobierno que esperan ser emitidos por las grandes economías desarrolladas en 2009, tres veces más que en 2008. Refinanciar riesgo es probablemente uno de los problemas más grandes para los emisores de mercados emergentes en 2009.

el Comité, esta es una estimación modesta. Claaf ha propuesto la creación de un “fondo para mercados emergentes” con la contribución de gobiernos y fondos soberanos, con el objeto de recaudar entre US\$250 y US\$500 mil millones para la compra de activos financieros públicos y privados en estos mercados.

Conscientes de la gravedad de la situación, los Jefes de Estado del Grupo de los 20⁷ declararon en su comunicado de prensa del 2 de abril de 2009 la decisión de triplicar los recursos del FMI –de US\$250 a US\$750 mil millones– recursos que estarán disponibles a todos los países emergentes para préstamos que ayuden a promover el crecimiento económico. Los países miembros anunciaron un compromiso total de US\$1.1 trillones para ayudar a la economía global, lo que incluye, como ya se mencionó, un aumento de US\$500 mil millones para el FMI; una nueva emisión de US\$250 mil millones en derechos especiales de giro (DEG) –activo de reserva emitido por el FMI–; un aumento de US\$100 mil millones para los bancos multilaterales de desarrollo; y US\$250 mil millones para apoyar el financiamiento al comercio (ver gráfico IV.7)

D. LA SUPERVISIÓN Y EL PAPEL DE LOS ORGANISMOS REGULADORES

La crisis ha causado el congelamiento de los mercados de capitales y crédito, y la quiebra de grupos financieros y empresas. Como resultado de ello, la influencia del gobierno en las actividades del sector privado ha crecido y los principios del sector empresarial que prevalecieron en los últimos años –la búsqueda de ganancias de corto plazo y el énfasis en una regulación más laxa basada en la autorregulación– están siendo cada vez más cuestionados. Frente a la gravedad de la crisis financiera actual, tanto el sector público como el privado están procurando soluciones que los ayuden a enfrentar los problemas generados por la crisis. Por un lado, los gobiernos buscan redefinir sus marcos regulatorios, combatiendo la



Fuente: G20 Comunicqué. Total comprometido: USD1.1 trillones.

⁷ Formado en 1999, el Grupo de los 20 está constituido por economías desarrolladas y emergentes. En él participan los ministros de finanzas y gobernadores de los bancos centrales de: Estados Unidos, Canadá, Japón, Alemania, Reino Unido, Italia, Francia, Australia, Representante de la Unión Europea, Rusia, Argentina, Brasil, China, India, Indonesia, México, Arabia Saudita, Sudáfrica, Corea del Sur y Turquía.

fragmentación y la falta de una perspectiva sistémica. Por otro, representantes del sector privado buscan un nuevo orden corporativo, reemplazando el foco en el corto plazo por una estrategia de largo plazo, fundada en un comportamiento económico, social y ambiental más transparente y responsable.

1. Iniciativa para reforzar el marco regulatorio y de supervisión

El Presidente de la Reserva Federal, Ben Bernanke, sostuvo recientemente que se debe conceder poderes más amplios a los reguladores para garantizar la seguridad del sistema financiero. Entre sus recomendaciones están exigencias de capital más estrictas para los grandes bancos, límites en inversiones del mercado monetario de fondos mutuos (*money-market mutual funds*) y la introducción de un mecanismo que permita a los reguladores reducir las actividades de grandes conglomerados financieros y posiblemente administrarlos temporalmente, de manera similar a la del FDIC cuando un banco presenta problemas. Sobre este último punto, Bernanke cita los casos de Lehman Brothers y AIG como ejemplos. La bancarrota de Lehman Brothers causó efectos profundos en el sistema, revelando que el proceso de bancarrota no evitó el pánico en los mercados. En el caso de AIG, Bernanke menciona dos importantes lecciones: la magnitud de la inyección de capital en AIG refuerza la necesidad urgente de definir nuevos procedimientos de resolución para grandes conglomerados financieros no bancarios considerados sistémicamente importantes. Si una agencia federal hubiera podido seguir tales procedimientos, AIG podría haber sido colocada bajo la tutela del gobierno (*conservatorship*) para que la agencia reguladora pudiera deshacerse de partes de la compañía gradualmente (como lo hace el FDIC en el caso de los bancos), minimizando con ello el impacto en los mercados. La segunda lección importante es la necesidad de una supervisión consolidada, fuerte y efectiva de todas las compañías financieras consideradas sistémicamente importantes. Una supervisión consolidada y más efectiva —que busque identificar debilidades en la regulación, problemas en el sistema de pagos, de concentración de riesgo, cuestiones relacionadas con los derivados, y que busque ofrecer una visión integral de los problemas— podría haber identificado y bloqueado la exposición excesiva al riesgo por parte de la unidad financiera de AIG (AIG-FP). Estos dos cambios, según Bernanke, podrían reducir significativamente la probabilidad de futuros episodios de riesgo sistémico como el que estamos viviendo actualmente.

El Secretario del Tesoro de los Estados Unidos, Timothy F. Geithner, por su parte también presentó al Congreso a fines de marzo de 2009 propuestas para reformar el marco regulatorio y de supervisión del país (*ver* cuadro IV.2). El plan presentado por Geithner extendería el marco de regulación federal a todas las empresas que negocian derivados financieros, a los grandes fondos de cobertura (*hedge funds*) y las principales aseguradoras (como AIG). El plan busca imponer estándares uniformes a todas las grandes firmas financieras, incluyendo bancos, un paso sin precedentes que establecería límites importantes en el ámbito y el riesgo de sus actividades. El plan también solicita autoridad para colocar a los grandes conglomerados financieros, que pueden tener un impacto sistémico, bajo la tutela del gobierno cuando presenten problemas graves; esto coincide con la propuesta de Bernanke. Gran parte de estas iniciativas implican la creación de una legislación. El plan busca primero la implementación de estándares, dejando para después los cambios en la estructura administrativa del marco

Cuadro IV.2
PROPUESTAS DEL TESORO PARA EL MARCO DE REGULACIÓN
Y SUPERVISIÓN EN EE.UU.

	Marco existente	Cambios propuestos
Firmas que representan un riesgo sistémico	Los grandes bancos son regulados por un mosaico de agencias. Muchos de los grandes conglomerados financieros no son regulados.	Una sola agencia federal impondría estándares más uniformes y rigurosos en las grandes compañías, que habrían de mantener más capital y más control sobre las actividades más riesgosas.
Los fondos de cobertura	Algunos de los fondos de cobertura se registran voluntariamente en la SEC.	Fondos de cobertura, firmas de capital privado y empresas de capital de riesgo, tendrían que registrarse en la SEC y permitir que reguladores examinen su contabilidad para ver si deben estar sujetos a más regulación.
Derivados	Instrumentos financieros complejos que son negociados en mercados no regulados han sido un factor importante en la crisis.	El gobierno regularía todas las transacciones con derivados, incluyendo pasar por "clearing houses" y requisitos más estrictos para los participantes en estos mercados.
Pagos	Gran parte del flujo masivo de transacciones entre firmas financieras no es supervisado.	El gobierno regularía transacciones y procedimientos estándar de pagos para reducir el riesgo de desconexiones.
Monetario de Fondos mutuos	Estos fondos son regulados, pero algunos clientes no han conseguido retirar dinero durante la crisis.	La SEC reforzaría la supervisión para garantizar que los fondos sean capaces de proveer dinero cuando demanden los clientes.
Autoridad de resolución	Sólo los bancos pueden ser colocados bajo la tutela del gobierno.	Cualquier firma financiera que represente un riesgo sistémico, con problemas graves, podría ser colocada bajo la tutela del gobierno.

Fuente: Departamento del Tesoro de los Estados Unidos, *The Washington Post*, 26 marzo 2009.

regulatorio. La meta es establecer nuevas reglas que restauren la confianza en el sistema financiero. El gobierno planea además persuadir a las empresas para que adopten un sistema de compensación basado en una visión de largo plazo. Finalmente, el gobierno propone investir de poder a una sola agencia federal (probablemente la FED, dependiendo de la opinión del Congreso) que pueda supervisar y monitorear adecuadamente la concentración del riesgo en todo el sistema financiero, propuesta coincidente con una visión de supervisión consolidada. Las Presidentes del FDIC, Sheila C. Bair, y de la SEC, Mary Schapiro, ya han manifestado su apoyo a dichas propuestas.

2. En busca de un nuevo orden corporativo

La SEC también ha anunciado recientemente algunas medidas que apuntan a mejorar la supervisión y aplicación de la ley ante casos de malas prácticas de gobernanza de las empresas. Respondiendo a una petición del Congreso en febrero de 2009, la SEC envió al *Financial Accounting Standards Board (FASB)* una lista de recomendaciones para mejorar las reglas del valor justo, *fair-value* o *mark-to-market*. Entre otras cosas la SEC recomendó que el FASB mirara con mayor atención cómo las empresas deberían asignar un valor a sus títulos para los cuales no existe mercado. Según palabras de la Presidente de la SEC, Mary Schapiro, algunas de las propuestas apuntan a reformar las atribuciones que las empresas de calificación de crédito tienen al juzgar la calidad de los títulos emitidos por firmas financieras. Desde su punto de vista, las agencias de calificación de crédito enfrentan un inherente conflicto de interés debido a sus modelos de compensación, y éste limita el impacto de la calificación de crédito sobre los requerimientos de capital de instituciones financieras reguladas. Otras prioridades incluyen supervisión de cámaras de compensación para derivados, supervisión de los operadores de mercado (*brokers*) y asesores de inversión, y mejorar las auditorías a los operadores de mercado.⁸

La nueva agenda de la SEC busca liderar un nuevo consejo asesor al inversionista y trabajar en propuestas para dar mayor voz a los accionistas en los temas de gobernanza, en el entendido de que la gobernanza corporativa tiene que ver con el manejo de riesgo, con el incentivo de compensación y con la estrategia corporativa y de sostenibilidad.⁹ La crisis dejó claro que el sistema de compensación enfocado en el corto plazo, y no en la obtención de ganancias en el largo plazo, representó un sistema de incentivos que condujo a una mayor exposición al riesgo. Según algunos fiscalizadores, o *watchdogs*, en los últimos años los directorios de importantes firmas financieras se han caracterizado por promover negocios riesgosos, dañando con ello a los accionistas.

Parte de los esfuerzos de la SEC consisten en intensificar el escrutinio de los altos ejecutivos de las empresas y dar nuevos poderes a los accionistas para integrar los directorios. Esto requiere conocer los antecedentes y el nivel de preparación de los ejecutivos en temas como manejo de riesgo, en especial el riesgo de liquidez. El paquete de estímulo recientemente aprobado por el Congreso de Estados Unidos contempla límites a la compensación de ejecutivos provenientes tanto de impuestos, *tax dollars*, como por disposiciones que otorgan a los accionistas un voto de asesoría sobre la compensación del ejecutivo conocida como *say on pay*.

Una de las principales fallas detectadas en los directorios estuvo en el papel de los fiscalizadores dentro de los comités de riesgo y de compensación, donde se permitió pagar a los ejecutivos por la cantidad y no por la calidad de los negocios que concretaban, aumentando

⁸ Z. A. Goldfarb (2009a).

⁹ Nell Minow, cofundador del Corporate Library e impulsor de la reforma de los directorios corporativos, menciona en una entrevista que algunas compañías claves en la crisis como Countrywide, AIG y Wachovia mostraron fallas en el funcionamiento de sus directorios. Minow señala que en Bear Stearns, el comité de compensación tenía 9 criterios para decidir sobre el pago de altos ejecutivos, entre ellos, el retorno total de los accionistas y las ganancias por acción. Sin embargo, sólo se basaban en uno de ellos. (Goldfarb, Z. A., 2009b).

así la exposición de la empresa al riesgo a expensas de las ganancias de largo plazo. Otro aspecto que se considera complicado para el buen funcionamiento de los directorios es que algunos de sus miembros forman parte de los directorios de varias empresas, incluyendo empresas públicas, y eso les impide dedicar todo el tiempo que se requiere para supervisar adecuadamente el funcionamiento de cada una de ellas.¹⁰

Según una investigación realizada por el *Wall Street Journal* durante el año 2008, 46 directores externos –que además tenían posiciones de CEO en otras compañías– tuvieron que dejar los directorios de 42 compañías en tres industrias complicadas por la crisis a saber, servicios financieros, venta minorista (*retails*) y construcción residencial. Durante 2008 el número de directores de fuera de los Estados Unidos también aumentó alrededor de un 15% con relación a 2007. Muchos de ellos ya han renunciado a dichos directorios debido a la incertidumbre económica que viven muchas de las empresas, tal es el caso de las empresas Ford y GM, entre otras.

La SEC ha manifestado apoyo al acceso por *Proxy*, que facilitaría que los accionistas propusiesen nuevos miembros de los directorios (el voto de los accionistas estaría representado en reuniones de directorio o asambleas). Este punto ha provocado oposición en compañías públicas que temen una mayor presencia e influencia en los directorios de grupos ambientalistas y laboristas (Goldfarb, Z. A., 2009b). La crítica es que diferentes grupos de accionistas, con diferentes prioridades e intereses, también pueden mantener el desempeño de largo plazo de la empresa en un segundo plano con relación a sus propios objetivos de corto plazo. Sin embargo, esto forma parte de la idea de democratizar los directorios de las empresas y que los públicos interesados tengan una mayor presencia en los órganos decisorios de las empresas.¹¹

Finalmente, aunque la modernización de la regulación y de las prácticas de mercado sea importante para restaurar la confianza en el sistema financiero, ella por sí sola no será suficiente. Dado el grado de interconexión y globalización de la economía mundial, la arquitectura regulatoria internacional también tiene que ser reformada. El rápido crecimiento en la globalización financiera de las últimas décadas indica que la cooperación internacional es imperativa. Los países deben juntar fuerzas para monitorear el aumento de la concentración de riesgo en las instituciones sistémicamente importantes y evaluar si su nivel de capital es adecuado, para estar preparados para intervenir cuando sea necesario. Deben comprometerse a reformar el sistema financiero internacional enfatizando la gobernanza de las instituciones financieras internacionales y el aumento de representatividad de los países emergentes y en desarrollo en las mismas. En la raíz de la crisis financiera están los vastos desequilibrios globales, que resultan de una enorme disparidad en la propensión a ahorrar de los diversos países. Una reforma del sistema financiero internacional debe tener en cuenta que una recuperación sustentada en la economía global debe ser capaz de enfrentar los desequilibrios globales y buscar una solución coordinada y basada en la cooperación internacional.

¹⁰ Por ejemplo, en el directorio de Bear Stearns varios directores formaban parte de directorios de 4 compañías públicas. Otro ejemplo ha sido el directorio de Citigroup, cuyos directores también eran gerentes generales en otras compañías. Otro ejemplo ha sido la decisión del directorio de la empresa DuPont de solicitar a la nueva Presidente Ejecutiva, Ellen J. Kullman, su renuncia al directorio de GM a partir del 1º. de enero, ya que esta posición le quitaría tiempo a sus nuevas funciones en la compañía (Goldfarb, Z. A., 2009b).

¹¹ Ver *The McKinsey Quarterly*, 11/12/2008.

Durante la pasada cumbre del G20, los países miembros se comprometieron a reforzar la regulación y la supervisión financiera internacional. Entre los compromisos asumidos están: establecer un nuevo *Financial Stability Board (FSB)* que suceda al *Financial Stability Forum (FSF)*, con un mandato para monitorear la estabilidad financiera global y con el objeto de evaluar debilidades del sistema financiero internacional y supervisar acciones para corregirlas; asegurar que los reguladores tengan acceso a la información necesaria para ejercer sus funciones; desarrollar medios para controlar el uso de paraísos fiscales, aumentando los requerimientos de *disclosure* para los contribuyentes; apoyar la mayor transparencia en el suministro de información sobre la compensación a ejecutivos; y aumentar la supervisión de las agencias calificadoras de riesgo.

E. EL PAPEL DE LA GOBERNANZA EMPRESARIAL EN LA RECUPERACIÓN DE LA CONFIANZA

Un marco regulatorio y de supervisión más fuerte es una condición necesaria, pero no suficiente, para que los mercados puedan funcionar de manera eficiente. Sin embargo, la expansión del perímetro regulatorio no es un sustituto para la disciplina de mercado. La regulación por sí sola no impide que las empresas actúen de manera riesgosa. Es necesaria una buena gobernanza corporativa para que no se repita una crisis como la que vivimos ahora.

Una buena gobernanza corporativa es aquella basada en principios de buenas prácticas, que no está preocupada tan solo por la rentabilidad de sus inversiones en el corto plazo y por la generación de las mayores ganancias a sus accionistas a cualquier precio, sino que también se hace cargo de los efectos colaterales de su actividad. Esto último incluye tener un directorio u órgano decisorio de las políticas de la empresa acorde con los tiempos y necesidades y, sobre todo, que cumpla con un rol socialmente más activo; una compensación adecuada y comités de auditoría que funcionen. Un directorio que esté bien representado de acuerdo a la legislación corporativa del país y que sea abierto a la participación de grupos interesados que ayuden a supervisar o monitorear el desempeño de la empresa de acuerdo a la información suministrada, la cual debe ser ajustada a los requerimientos normativos y/o regulatorios vigentes.

Desafortunadamente, usando las palabras de Eliot Spitzer¹² (2008), la actual crisis muestra que “el sistema ha fallado” y que “se requiere examinar cada uno de los vínculos de su cadena”. Eso sin perjuicio de que la profundidad de la actual crisis financiera en Estados Unidos conlleva también a la necesidad de replantearse la efectividad de las regulaciones, leyes o normativas fragmentadas vigentes que incentiven verdaderamente el buen desempeño de las empresas, el trabajo responsable de hacer cumplir las reglas y el buen funcionamiento de los mercados.

Según Núñez y Bárcena (2006), la definición de un comportamiento empresarial adecuado y socialmente responsable se realiza sobre la base de criterios: a) de transparencia y revelación de información (*disclosure*); b) éticos (actuación basada en valores y principios trascendentes, aunque compatibles con el objetivo de la empresa); c) de política empresa-

¹² Eliot Spitzer, como Procurador General de Justicia de Nueva York (1999-2006), tuvo a su cargo el caso de Enron en el año 2001. Participó activamente en la discusión sobre la Ley Sarbane, Oxley.

rial, dotando a las decisiones de política de la empresa de transparencia y capacidad de rendición de cuentas (*accountability*) mediante modelos de valoración de los riesgos aceptables y; d) normativos y/o regulatorios (cumplir con compromisos o normas provenientes de la legislación vigente o emanados de compromisos jurídicos internacionales).

Actualmente muchos de estos conceptos, fuertemente cuestionados antaño, han adquirido especial relevancia. Recientemente se ha insistido en la necesidad de un enfoque más ético de los negocios, que requiere que la empresa implante una filosofía conocida y compartida por todas sus áreas e instancias, que evite tomar ventajas de las normativas o la falta de ellas, que limite los excesos por parte de los ejecutivos de la empresa. Un cuerpo decisorio capaz, con conocimiento del negocio, representativo, autónomo y con proyección global.

Por ejemplo, la organización líder de directores de empresas en los Estados Unidos declaró recientemente que sus miembros necesitan mejorar la gobernanza corporativa, o arriesgan alienar más a sus accionistas. La Asociación Nacional de Directores Corporativos de EE.UU. (*National Association of Corporate Directors (NACD)*), en un informe de marzo de 2009, urgió a los directorios de las compañías a reforzar su manejo de la gestión de riesgo, estrategia corporativa, compensación a ejecutivos y comunicaciones con inversionistas. Entre otras cosas, el informe propone que se considere la creación de bonos que sean pagados en la medida en que los ejecutivos alcancen sus principales metas, a lo largo del tiempo. La NACD también sugiere que los directorios revisen constantemente su tamaño y composición para asegurar su adecuación a la dirección estratégica de la compañía (Lublin, 2009).

En esta perspectiva de nuevas formas de hacer negocios, Núñez y Bárcena (2006) identifican dos valores que adquieren un papel relevante: la transparencia y la rendición de cuentas por parte de las empresas. Ambos valores traen asociado un elemento común que es el suministro de información, no cualquiera, sino tan solo aquella que resulta importante para las decisiones de los actores que acuden a los mismos mercados, esto es, los gobiernos, los consumidores, otras empresas y en general la comunidad. Hasta hace muy poco, los únicos actores reconocidos por la mayor parte de las empresas y organizaciones asociadas al sector (auditoras, evaluadoras de riesgo, bancas de inversión, incluso los mismos entes fiscalizadores) eran los accionistas y los acreedores; esto también ha cambiado en los últimos años y muchas empresas se han abierto a otros públicos relacionados con su quehacer de manera directa y general: tal es el caso de los gobiernos, consumidores, organizaciones de la sociedad civil, medios de comunicación y otros.

La crisis actual ha revelado fallas de las empresas en su capacidad de gestionar el riesgo, basada en el uso de métodos poco transparentes de valorización, y el impacto que esta conducta riesgosa de las empresas, cuando tomadas en conjunto, puede tener en la economía global. La crisis ha mostrado la falta de información confiable sobre la exposición al riesgo, que trasciende fronteras, entre los bancos y sobre los productos derivados. Las empresas siguieron estrategias similares de cobertura contra riesgo, creando importantes correlaciones de riesgos. La suma de objetivos micro, como muestra la secuencia de eventos que condujeron a la crisis actual, no llevó necesariamente al mejor resultado a nivel macroeconómico, lo que hace importante que las autoridades gubernamentales mantengan una visión sistémica.

Las enseñanzas aprendidas durante la actual crisis hacen necesario enfocarse en contener los riesgos sistémicos, e incrementar la transparencia y la rendición de cuentas en el sistema financiero. La diversificación del riesgo sólo puede ocurrir si las correlaciones potenciales de

riesgo son monitoreadas, y tal monitoreo sólo puede realizarse si la transferencia de riesgo es hecha de manera transparente. La eficiencia de las empresas, por tanto, no está relacionada sólo con la maximización de las utilidades de los accionistas, sino también con el buen desempeño y gestión de riesgo de las mismas.

Por otra parte, son pocas las prácticas de administración que internalizan “voluntariamente” las externalidades de la actividad empresarial. Más bien se comprueba que lo hacen por motivos de prestigio e imagen, y no por la identificación de un rol más global de la empresa. Eso puede generar, en términos de políticas públicas, una desconexión entre la incorporación de externalidades en el proceso de toma de decisiones y el marco regulatorio en que actúan los órganos fiscalizadores del buen desempeño de la gobernanza empresarial, en donde el tema de fondo es la defensa de los derechos de propiedad de los interesados frente a abusos del agente principal (el grupo accionista controlador, los ejecutivos, o todos ellos en conjunto). Esto nos hace pensar en niveles de análisis distintos, y plantea a la vez una aparente desconexión entre lo voluntario (responsabilidad social, RSE) y lo obligatorio (gobernabilidad empresarial).

En general, ha habido un cambio gradual en el clima político e intelectual respecto a los límites de la autorregulación y la RSE, y tal vez ha llegado el momento de modernizar el sistema regulatorio, el cual recientemente ha dejado en evidencia su incapacidad para acompañar las innovaciones de los últimos años en el sector financiero. En Estados Unidos, como vimos, el marco regulatorio vigente es el resultado de muchos cambios que se han llevado a cabo a través de los años, convirtiéndolo en un sistema complejo y fragmentado.

En una visión más actualizada sobre el curso de los negocios en EE.UU. se requiere ponderar, de manera distinta a la vigente, aspectos tales como la valoración de los activos tangibles e intangibles de la empresa, la medición de la gestión de riesgo –en especial el riesgo de liquidez– dentro de la estrategia de negocios, y la forma en que las empresas cuantifican y muestran su información (*disclosure*) al mercado y a los públicos relacionados. Uno de los aspectos claves para llevar a cabo esta tarea es la forma en que las unidades de negocio proveen la información relevante al mercado. La forma de suministrarla está asociada a los métodos contables tradicionales, los cuales se ha considerado revisar. En este sentido, la regla de “responsabilidades compartidas pero diferenciadas” se aplica a ambos niveles de la empresa: a los directorios y a los ejecutivos; los primeros son responsables del diseño de la estrategia empresarial, que incluye el nivel de exposición al riesgo, y los ejecutivos, de la adecuada implementación de la estrategia diseminándola por todas las áreas de la empresa.

Por tanto, se plantea un nuevo orden corporativo, donde el objetivo de obtener ganancias de corto plazo sea remplazado no sólo por una estrategia de largo plazo, sino también por la atención a cuestiones aparentemente ajenas a los negocios, a saber: aquellas relacionadas con el medio ambiente y cambio climático, y con la atención de las necesidades de los consumidores y proveedores. Discusiones sobre la responsabilidad social de las empresas son cada vez más relevantes. Lo más probable es que a partir de la crisis actual, el tema de la RSE reciba mayor ímpetu, dado el reconocimiento por parte de los inversionistas de que la búsqueda limitada a ganancias de corto plazo no es la mejor ni más responsable estrategia de largo plazo.

Bajo la actual coyuntura de crisis, las empresas tienen –al menos los sectores más vulnerables– la necesidad imperiosa de contar con políticas que estimulen las buenas prácticas

dentro de sus instancias decisorias (directorios) y demuestren a los demás actores o *stakeholders* que ellas no sólo son capaces de generar ganancias a cualquier costo, sino también de cumplir una función social relevante. La contraparte de esto es la existencia de políticas públicas claras, así como un marco regulatorio e institucional eficiente y transparente que sea el referente y incentive el buen funcionamiento del mercado. Una combinación de este tipo busca construir una nueva cultura empresarial global, que apunte tanto a la recuperación de la confianza como a la generación de otras formas de hacer negocios, fundadas en un comportamiento económico, social y ambiental más transparente y responsable de parte de las empresas, en el contexto de una mayor participación del conjunto de actores que interactúan en los mercados.

F. COMENTARIOS FINALES

La crisis financiera y la contracción del crédito han revelado fallas de gobernanza regulatoria y financiera, así como brechas en el sistema financiero internacional. En los próximos meses, los bancos y las empresas necesitarán restaurar no sólo su base de capital, sino también la confianza de sus clientes. Será necesario reconsiderar los modelos de negocio y productos. Si la confianza no es restablecida, la economía global y los mercados financieros globales permanecerán afectados y a la expectativa de cuando llegarán al “fondo del pozo”.

Las autoridades de gobierno, por su parte, necesitarán seguir haciendo lo necesario para mantener funcionando el sistema financiero y continuar atendiendo las necesidades de crédito de la economía real, mientras diseñan un marco regulatorio y un sistema de supervisión adecuado para los mercados financieros globales e interdependientes del siglo XXI, considerando el balance entre la toma de riesgos a nivel de la empresa y del sector y el riesgo de crisis sistémica. Cuando miramos lo que sería necesario para restaurar la salud de los mercados financieros, identificamos al menos tres temas:

Liquidez: la liquidez está en el corazón de la estabilidad de cualquier sistema financiero, así como también de las empresas. Los acontecimientos en los mercados financieros desde mediados de 2007, particularmente la contracción de la liquidez en algunos mercados de productos estructurados e interbancarios, han dañado los sistemas de gestión de la liquidez de todas las empresas, no sólo del sector financiero sino también de la economía real. La fuerte caída en la demanda de títulos respaldados por activos (*asset-backed securities*) por parte de los inversionistas –que se inicia en agosto de 2007– ha hecho esta fuente de financiamiento más escasa y costosa, reduciendo así la liquidez en el sistema. La crisis reveló que es falsa la creencia de que siempre habría liquidez en el sistema. Los mercados ahora enfrentan una falta de liquidez y un mal desempeño. En este contexto, el régimen contable conocido como *mark-to-market* y sus repercusiones para la valoración de activos poco líquidos necesita ser abordado, teniendo en mente que la contabilidad basada en el mercado es más transparente y quizás mejor que esconder las pérdidas.

El riesgo de liquidez es una de las responsabilidades más importantes de cualquier directorio de empresa. Es su responsabilidad fijar la tolerancia de riesgo de liquidez de la empresa, mientras el desarrollo e implementación de una estrategia de gestión de liquidez del riesgo es responsabilidad del Gerente General o CEO. Una estrategia en este sentido debería incluir

políticas específicas sobre temas como la composición de activos y pasivos, especialmente en relación con el vencimiento, la diversidad y estabilidad de las fuentes de financiamiento (J. López, 2008). También debe tomar en cuenta las necesidades de liquidez en condiciones normales y cuando haya estrechez. Hay que hacer uso de instrumentos que ayuden a medir el riesgo de liquidez, tales como el establecimiento de límites sobre las actividades empresariales —a través del mantenimiento de la exposición al riesgo de la firma abajo de un cierto nivel—, y de indicadores de advertencia temprana para detectar vulnerabilidades. La estrategia también debe ser comunicada a todas las unidades de negocio que afectan la posición de liquidez de la firma y, tal vez lo más importante, debe incluir los costos de liquidez y los riesgos tanto dentro como fuera del balance general de la empresa. Muchas firmas financieras descubrieron durante la crisis que sus sistemas de administración de riesgo no consideraban adecuadamente el efecto agregado de diferentes riesgos de liquidez.¹³

Dado que la gestión de riesgo de liquidez ayuda a prever posibles cuellos de botella en el financiamiento de la empresa, esta gestión debe incluir la evaluación del valor esperado de los flujos de caja netos y la fungibilidad de sus activos. Esto permitirá a la empresa medir su posible flujo de caja, sus activos, pasivos, compromisos de balance y posiciones en productos estructurados o derivados.

Transparencia: es importante incrementar la transparencia relacionada no sólo a las instituciones de crédito (como los bancos), sino también la exposición al riesgo de las empresas, mejorando la revelación (*disclosure*) de los acuerdos institucionales de la gestión de riesgo así como los modelos de riesgo y técnicas que se adopten, aunque evitando revelar información sobre propiedad industrial que merezca ser protegida. Sin embargo, la noción del significado de transparencia debería clarificarse. Lo que los inversionistas necesitan es la transparencia al riesgo (información clara sobre cuál es la preferencia al riesgo de una firma) sin entregar la propiedad intelectual de las firmas. Es importante mejorar la transparencia con respecto al uso de nuevos productos financieros por parte de las empresas, especialmente los complejos productos derivados que están en el centro de la actual crisis.

Los mercados no funcionarán bien si hay asimetrías de información y la crisis actual ha revelado que hubo falta de comunicación y de coordinación de intereses entre los tomadores de riesgo y los administradores de riesgo, así como una falta de revelación (*disclosure*) de los títulos basados en activos (*asset-backed securities*) en las grandes instituciones y empresas. Con el fin de atraer nuevamente a los inversionistas, los creadores de los productos estructurados necesitarán proporcionar suficientes cifras sobre los activos subyacentes para permitir a los inversionistas hacer sus propias evaluaciones, en lugar de contar sólo con los juicios de los creadores del producto y de las agencias de *rating*, o mejor aún, valores tales como las permutas financieras por impago crediticio (*credit default swaps*), los que se tranzan en grandes volúmenes, deberían pasar por una cámara de compensación (*clearing house*). La falta de transparencia termina agravando el problema de la asimetría de información e incrementa el potencial del riesgo sistémico. La confianza ha colapsado y

¹³ La guía del Comité de Supervisión Bancaria de Basilea sugiere que las empresas deben publicar la información sobre sus necesidades de liquidez específica a los participantes del mercado.

la falta de transparencia en el sistema financiero es un obstáculo para que los inversionistas retornen a los mercados.

Rendición de cuentas: la crisis no es sólo resultado de debilidades en la estructura regulatoria, también es producto de una gobernanza corporativa deficiente y de malas decisiones por parte del sector privado. De acuerdo con Baily, Litan y Johnson (2008), las instituciones financieras (y en general las empresas) cuentan con reglas para la administración de riesgo pero no las siguieron, en gran medida porque en tiempos de *boom* se generó mucho dinero con las transacciones realizadas. No hubo una supervisión adecuada, y mientras los gerentes creían que los activos riesgosos estaban siendo vendidos en el mercado, gran parte de estos activos permanecía en los balances de los bancos, en parte porque había un rezago entre la emisión de los títulos y su venta, y en parte porque retenerlos, por lo menos en el período de *boom*, era muy rentable. Además, en lugar de mirar el portafolio de la compañía como un todo, las distintas partes del negocio se consideraban de manera separada y las instituciones financieras no tenían una visión completa de sus riesgos. Si los complejos títulos respaldados por activos y los derivados fuesen tranzados en un mercado, y si el mecanismo de compensación de los banqueros, gerentes y operadores del sistema financiero hubiese tomado en consideración el resultado de largo plazo de las operaciones realizadas (en lugar de enfocarse en los retornos de corto plazo), tal vez hoy tendríamos un escenario muy distinto.

Las fallas de regulación y supervisión que fueron expuestas con la crisis apuntan a una necesidad de reformar y modernizar el marco regulatorio. El tema no es incrementar la regulación, sino prevenir el arbitraje regulatorio y cerrar las brechas regulatorias que pueden provocar fallas sistémicas. En lugar de regular unidad por unidad, como ocurre actualmente, las autoridades necesitan mirar el nivel global de creación de crédito y apalancamiento. A ese objetivo apuntan las iniciativas recientemente anunciadas por la SEC, el Tesoro, la FED y las propuestas de GAO basadas en su propio diagnóstico. En este contexto, los ratios variables de capital-activo así como de liquidez y requerimientos del margen, estarían entre las innovaciones de los instrumentos de política a ser consideradas (Swoboda, 2009). Por ejemplo, los reguladores podrían exigir a los bancos retener más capital durante los períodos de bonanza, aún cuando los mercados presionen en la dirección opuesta. Las reglas necesitan evolucionar en conjunto con el sector de servicios financieros. Eso significa regular por función en lugar de por institución; si una institución actúa como banco, se le debería tratar como tal; si un fondo de cobertura (*hedge funds*) o cualquier otro tipo de fondo fuera visto como una amenaza al sistema, los reguladores deberían monitorearlo por riesgo sistémico potencial.

El reciente y rápido incremento en la globalización financiera indica que es imperativa una coordinación internacional, y los bancos centrales deberían continuar coordinando acciones, tales como cortes en las tasas de interés o *swaps* de moneda. El mundo está interconectado y, dada la naturaleza global de la crisis, es importante coordinar la respuesta de política pública a nivel global. Más aún, los países deberían continuar monitoreando muy de cerca la adecuación de capital y el comportamiento de las empresas financieras sistémicamente importantes en materia de préstamos, y estar preparadas para intervenir cuando sea necesario (Goldstein, 2008). También es necesario discutir la reforma de la arquitectura financiera internacional para actualizar la gobernanza del mercado financiero y de capitales a nivel

mundial. Ha faltado un escrutinio sistémico; la arquitectura necesaria y los instrumentos para producir una respuesta más efectiva a las presiones sistémicas debería ser una meta importante a desarrollar tanto para los países desarrollados como para los países emergentes.¹⁴

Finalmente, la idea de este artículo de abordar la crisis desde una estrategia público-privada refuerza la necesidad de repensar el papel del estado y los mercados en la construcción de economías y sociedades más equilibradas. En un nuevo escenario poscrisis, se espera que el binomio Estado-mercado logre un balance que permita, por un lado, crear incentivos que promuevan una cultura innovadora y emprendedora basada en reglas más transparentes y, por otro, un sector privado que adopte un rol competitivo pero socialmente responsable.

Bibliografía

- Ackermann, Josef (2009), “Lessons from a Crisis”, *The World in 2009*, *The Economist*, enero.
- Baily, Martin Neil, Robert E. Litan y Matthew S. Johnson (2008), “The Origins of the Financial Crisis”, *Fixing Finance Series – Paper 3*, Initiative on Business and Public Policy at Brookings, Washington, D.C., noviembre.
- Bernanke, Ben (2009a), “Financial Reform to Address Systemic Risk”, discurso pronunciado ante el Council on Foreign Relations, Washington, D.C., marzo 10.
- (2009b), “The Crisis and the Policy Response”, discurso pronunciado en The Stamp Lecture, London School of Economics, Londres, Inglaterra, enero 13 .
- “Federal Reserve Policies in the Financial Crisis”, discurso pronunciado ante Greater Austin Chamber of Commerce, Austin, Texas, diciembre 1.
- (2008b), “The Future of Mortgage Finance in the United States”, discurso pronunciado en la Universidad de California en Berkeley y en la Universidad de California en Los Angeles, Symposium: The Mortgage Meltdown, the Economy, and Public Policy, Berkeley, California, octubre 31.
- (2008c), “Stabilizing the Financial Markets and the Economy”, discurso pronunciado en el Economic Club of New York, Nueva York, octubre 15.
- (2008d), “Reducing Systemic Risk”, discurso pronunciado en el Federal Reserve Bank of Kansas City’s Annual Economic Symposium, Jackson Hole, Wyoming, agosto 22.
- (2008e), “Financial Regulation and Financial Stability”, discurso pronunciado en el Federal Deposit Insurance Corporation’s Forum on Mortgage Lending for Low and Moderate Income Households, Arlington, Virginia, julio 8.
- (2008f), “Liquidity Provision by the Federal Reserve”, discurso pronunciado por video-conferencia en el taller sobre los mecanismos de transferencia de riesgo y de estabilidad financiera, Basilea, Suiza, mayo 29.
- Blanchard, Oliver (2008), “Cracks in the System”, *Finance & Development*, vol. 45, Number 4, Washington, D.C., Fondo Monetario Internacional (FMI), diciembre.
- Bustillo, Inés y Helvia Velloso (2009), “The Global Financial Crisis: What Happened and what’s Next”, *Eclac –Studies and Perspectives Series– Washington*, No. 4, (LC/L.30009-P), Santiago, Chile, United Nations Publication, No. E.09.II.G.15, febrero.

¹⁴ Ver Andrew Large (2008).

- CEPAL (Comisión Económica para América Latina y el Caribe) (2009), *La reacción de los gobiernos de América Latina y el Caribe frente a la crisis internacional*, febrero.
- (2008), *Balance preliminar de las economías de América Latina y el Caribe, 2008*, (LC/G.2401-P), Santiago, Chile, Naciones Unidas, No. E.08.II.G.2.
- Dash, Eric y Vikas, Baja (2008), “In 2009, Economy Will Depend on Unlocking Credit”, *New York Times*, diciembre 31.
- Dodaro, Gene L. (2009), “Financial Regulation. A Framework for Crafting and Assessing Proposals to Modernize the Outdated U.S. Financial Regulatory System”, United States Government Accountability Office (GAO), testimony before the Committee on Homeland Security and Governmental Affairs, U.S. Senate, Washington, D.C., enero 21.
- Estados Unidos (2009), <http://www.financialstability.gov/>.
- Finance & Development (2008), vol. 45, Number 4, Washington, D.C., Fondo Monetario Internacional (FMI), diciembre.
- Financial Stability Forum (2008), “Report of the Financial Stability Forum on Enhancing Market and Institutional Resilience”, Basilea, abril 7.
- Goldfarb, Zachary A. (2009b), “New SEC Chief Moves to Toughen Enforcement”, *The Washington Post*, Washington, D.C., febrero 7.
- (2009b), “SEC to Examine Board’s Role in Financial Crisis”, *The Washington Post*, Washington, D.C., febrero 20.
- Goldstein, Morris (2008), “Making the G20 Summit Work: The ‘Ten-Plus-Ten’ Plan”, *Real Time Economic Issues Watch*, Peterson Institute for International Economics, Washington, D.C., octubre 27.
- Group of Thirty (2009), “Financial Reform. A Framework for Financial Stability”, Washington, D.C., enero 15.
- Group of Twenty (2009), London Summit Communiqué, abril 2.
- Large, Andrew (2008), “Central Banks Must Be the Debt Watchdogs”, *Financial Times*, Londres, enero 5.
- López, José A. (2008), “What Is Liquidity Risk?”, *Frbfs Economic Letter*, Number 2008-33, Federal Reserve Bank of San Francisco, San Francisco, octubre 24.
- Loser, Claudio M. (2009), “International Financial Institutions and Latin America: A Return to the Cycle”, *Perspectives on the Americas*, Center for Hemispheric Policy, University of Miami, enero 15.
- Lublin, Joann S. (2009), “Corporate Directors’ Group Gives Repair Plan to Boards”, *Wall Street Journal*, New York, marzo 24.
- Núñez, Georgina y Bárcena, Alicia (2006), “La contribución de los gobiernos corporativos responsables a la sostenibilidad ambiental”, en *Gobernabilidad corporativa, responsabilidad social y estrategias empresariales en América Latina*, Germano M. de Paula, João Carlos Ferraz y Georgina Núñez (Compiladores), Mayol Ediciones, Bogotá.
- The McKinsey Quarterly (2008), “Managing Regulation in a New Era”, McKinsey & Company, diciembre 12.
- New York Times (2008), “The Government Rescue Plan, in Detail”, Nueva York, octubre 15, Business Section.

- Plender, John (2009), “Originative Sin: The Future of Banking”, *Financial Times*, Londres, enero 4.
- Reinhart, Carmen M. y Kenneth S. Rogoff (2009), “The Aftermath of Financial Crisis”, document presented at the Annual Meeting of the American Economic Association, San Francisco, enero 3.
- Roubini, Nouriel (2008), “The Fundamental Issues in Reforming Financial and Supervision in a World of Financial Innovation and Globalization”, *RGE Monitor*, marzo 31.
- Sacasa, Noel (2008), “Preventing Future Crisis”, *Finance & Development*, vol. 45, Number 4, Washington, D.C., Fondo Monetario Internacional (FMI), diciembre.
- Soros, George (2008a), *The New Paradigm for Financial Markets: The Credit Crisis of 2008 and What It Means*, Nueva York, Public Affairs.
- (2008b), Statement before the U.S. House of Representatives Committee on Oversight and Government Reform, noviembre 13.
- Spitzer, Eliot L. (2008), “How to Ground the Street. The Former ‘Enforcer’ on the Best Way to Keep Financial Markets in Check”, *The Washington Post*, Washington, D.C., noviembre 16.
- Stiglitz, Joseph E. (2009), “Capitalist Fools”, *Vanity Fair Magazine*, enero.
- Subramanian, Arvind (2008), “The Financial Crisis and Emerging Markets”, *RGE Monitor*, octubre 25.
- Swoboda, Alexander K. (2009), “Restoring International Financial Stability: Five Guidelines for Regulatory Reform”, en *Building an International and Financial System for the 21st Century: Agenda for Reform*, eBook publicado por Reinventing Bretton Woods Committee.

COMENTARIO DE MIGUEL MOLINA AL DOCUMENTO “EL PAPEL DE LA GOBERNANZA CORPORATIVA EN LA RECUPERACIÓN Y DESARROLLO DE LOS MERCADOS DE CAPITAL EN ESTADOS UNIDOS”, DE GEORGINA NÚÑEZ Y HELVIA VELLOSO

El documento de Georgina Núñez y Helvia Velloso es informativo y estimulante. Desmenuza las diversas causales de la crisis financiera, destacando las limitaciones e insuficiencias de las prácticas de gobierno corporativo (GC) en los Estados Unidos. Para aminorar las consecuencias de una próxima crisis, proponen un cambio de enfoque en la regulación que fundamentalmente vigile tanto los riesgos sistémicos globales como la intensificación de prácticas de transparencia operativa de las corporaciones.

Las autoras describen los principales eventos que gestaron la crisis financiera actual, así como la secuencia de respuestas dadas por las diversas entidades regulatorias americanas a la crisis que se fue agudizando a lo largo del año 2008.

Hay dos temas tratados de manera tangencial en el planteamiento de Núñez y Velloso y que es importante incluir, de manera complementaria, para explorar la magnitud y profundidad de la crisis que hoy envuelve a la economía global: el primero es la presencia de ciertos comportamientos recesivos en diversos mercados desde antes de que se desatara la crisis financiera; y el segundo es una hipótesis sobre el resquebrajamiento estructural de la relación entre el sistema financiero internacional y otros sectores de la economía global.

Con respecto a los signos recesivos económicos previos a la crisis financiera, hay que destacar que además del crecimiento aceleradísimo en los precios de los activos inmobiliarios anotados por Núñez y Velloso, hubo un incremento explosivo –sin precedentes en los últimos 35 años– de los precios de prácticamente todos los *commodities* internacionales importantes. El más evidente es el precio del petróleo que de principios de 2007 a julio de 2008 creció más de un 280%; igualmente el precio de los *commodities* relacionados con los alimentos creció alrededor de 130% en el mismo periodo; estos aumentos de hecho empezaron tarde si se los compara con los principales metales que ya entre enero de 2005 y junio de 2006 se habían incrementado más de 150%. Este cambio en los precios relativos entre *commodities*, productos manufacturados y servicios tuvo consecuencias en la redistribución de ingresos entre países, sectores productores y consumidores. La desventaja que significó el cambio en los precios relativos fue tal vez uno de los factores determinantes del rompimiento de la burbuja de precios de vivienda y residenciales en muchas economías occidentales. En los países de América Latina y otras economías emergentes y subdesarrolladas, el incremento en los precios de los alimentos provocó reacciones económicamente significativas en muchos países que recurrieron a medidas de apoyo a sus poblaciones, que fueron desde la imposición de aranceles a la exportación de alimentos –tal fue el caso argentino– hasta la implantación de programas de importación y subsidio al consumidor final. El efecto del cambio en los precios relativos entre *commodities* –y de los alimentos muy particularmente– y su contribución a la crisis económica y financiera internacional, requerirá de estudios adicionales probablemente apoyados en análisis de matrices insumo-producto y otros métodos. En este comentario simplemente se apuntan hipótesis y líneas de investigación que podrían complementar los análisis desarrollados por Núñez y Velloso.

El segundo tema para comentar brevemente, como complemento al excelente trabajo de Núñez y Velloso, es una hipótesis sobre los efectos del resquebrajamiento estructural de la relación entre el sistema financiero internacional y otros sectores de la economía global. De acuerdo con la revista *The Economist*,¹⁵ la transferencia de recursos intersectoriales que se ha generado en los últimos 35 años ha beneficiado preponderantemente al sector financiero; de acuerdo con el artículo citado, la participación de ese sector en las utilidades corporativas totales de Estados Unidos pasaron de significar el 10% en 1980 a más del 40% del total en 2007. Esta redistribución intersectorial de utilidades se ha reflejado de muchas maneras: en el valor de capitalización de bancos comerciales y de inversión de Estados Unidos, que crecieron proporcionalmente más que la mayoría de las empresas de otros sectores; los sueldos del sector tienden a ser sustancialmente superiores que el de otros, a tal grado que la demanda de estudios superiores se ha concentrado en los MBA y otras ramas ligadas a las finanzas y la banca, con una significativa pérdida de participación de las ingenierías y especialidades relacionadas. Los bonos escandalosos de operadores de fondos y altos niveles gerenciales en las finanzas también son un reflejo de esta apropiación de las utilidades corporativas.

Con la crisis financiera el valor de capitalización de los bancos se ha desplomado, y el sistema de compensaciones de banqueros y financieros se ha vuelto tema de debate (e indignación) público. Es un hecho que hubo un efecto de disminución severa de riqueza (*wealth effect*) para los accionistas de bancos y empresas financieras, y que ese efecto también se reflejará en los ingresos (*income effect*) de dueños y gerentes de empresas financieras. Es probable que otros sectores de la economía global –tal vez el energético y/o el biogenético– se transformen en los sectores que absorban las utilidades corporativas internacionales; una lección es que la apropiación de utilidades intersectoriales debe ser moderada para que sea durable. El sistema financiero internacional abusó y se apropió utilidades que, *expost*, resultaron ser en buena medida ficticias; el costo del rompimiento de esa burbuja de ganancias ha sido grave para el mundo. Los gobiernos y sus sociedades tenemos que asegurarnos de que los mecanismos de operación, supervisión y control de mercados, tanto financieros como del sector real de la economía, eviten la recurrencia de crisis de la magnitud de la que estamos enfrentando.

El estudio y propuestas de Núñez y Velloso para mejorar los mecanismos de GC son una primera base sobre la que se deben reconstruir las prácticas privadas y, muy especialmente, de regulación y controles públicos, para evitar que las próximas crisis se presenten sin que contemos con una mejor comprensión de sus causas y tengamos el instrumental local y global para aminorarlas.

¹⁵ *The Economist*. Mean Times. The Financial Sector Returns to Earth, realizado por Marin Barnes de BSC Research, marzo 2008.

Capítulo V

GOBERNANZA CORPORATIVA Y MERCADO DE CAPITALES EN BRASIL

*Germano Mendes De Paula**
Universidade Federal de Uberlândia

A. INTRODUCCIÓN

Después de algunos años de bonanza, el mercado brasileño de capitales (MBC) fue puesto en jaque por la crisis internacional. Las cotizaciones han sufrido fuertes caídas, las ofertas públicas iniciales de acciones (IPO) desaparecieron y los inversionistas internacionales redujeron sus posiciones. Es en este contexto poco alentador que este artículo pretende analizar los cambios recientes ocurridos en el MBC y en el patrón brasileño de gobernanza corporativa (PBGC). El objetivo central es señalar los avances, resaltar los problemas no superados y listar recomendaciones tanto de políticas públicas como sobre las conductas empresariales.

El texto se divide en siete secciones, excluyendo esta suscita introducción. La primera presenta una breve revisión histórica del MBC, dando paso a una segunda sección que examina los principales cambios vividos a lo largo de esta década. Posteriormente se discute el desempeño macroeconómico brasileño, los cambios en la legislación sobre sociedades anónimas y el listado con niveles diferenciados de gobernanza corporativa (GC). A partir de ahí, se analizan las dimensiones de la GC, a saber: la estructura de propiedad, buenas prácticas y políticas públicas. La última sección incluye las principales conclusiones y presenta los aspectos del mercado de capitales (MC) y GC que deberían atraer una mayor atención con miras a su perfeccionamiento en Brasil.

B. BREVE REVISIÓN HISTÓRICA DEL MERCADO BRASILEÑO DE CAPITALES (MBC)

El MBC es bastante distinto del patrón accionario anglosajón, que se caracteriza por una elevada dispersión accionaria. La diferencia radica, según Souza (2005), en diferencias estructurales provenientes del modelo jurídico de sociedades anónimas (SA) adoptado en Brasil, el cual permite la concentración de poder de gestión. Tal concentración ha sido, incluso, estimulada por la política de desarrollo implementada en los años setenta, cuando se pretendía fortalecer algunos grupos empresariales nacionales para estimular el proceso de industrialización.

* El autor agradece a Enrico Spini Romanielo (por su asistencia en la elaboración de este texto), a Heloisa Belotti Bedicks (por sus valiosos comentarios a una versión preliminar), a Alexandre Di Miceli da Silveira, Eduardo Rath Fingerl y Renato Chaves (por la información proporcionada), con las reservas que corresponde.

De hecho, tradicionalmente, el MBC nunca cumplió un papel predominante en el apalancamiento de recursos para inversiones intensivas en capital y de plazos de maduración largos. Por el contrario, el financiamiento vía crédito siempre se presentó como la principal alternativa para las empresas brasileñas. En una economía cerrada, en la cual el Banco Nacional de Desarrollo Económico y Social (Bndes) concentraba la oferta de préstamos de largo plazo, a costos relativamente bajos, la consecuencia lógica fue la atrofia del MC (Barros *et al.*, 2000). Además, los grandes grupos empresariales –casi todos dirigidos por familias– no tenían interés en promover la apertura de capital, ya que eso significaba disminuir la autonomía en el proceso de decisiones de las compañías.

Por otro lado, analizando el modelo jurídico vigente en Brasil, hasta 1976 no había ningún dispositivo que regulara el acto de ceder control accionario. Los accionistas minoritarios no tenían protección contra eventuales expropiaciones en la égida del Decreto-Ley 2.627/40. Ocurrieron entonces sucesivas operaciones de cesión de control accionario que generaron consecuencias dañinas al mercado y a los inversionistas minoritarios (Prado, 2005, p. 86). Esta distorsión fue solucionada en 1976 por la promulgación de la Ley de Sociedades Anónimas (LSA). Es interesante resaltar que la LSA se basó esencialmente en la línea de desarrollo del MC mediante la protección de los accionistas (Prado, 2005, p. 90), conforme se desprende de la exposición de motivos:

El Proyecto busca básicamente crear la estructura jurídica necesaria para el fortalecimiento del mercado de capitales de riesgo en el país, imprescindible para la sobrevivencia de la empresa privada en la fase actual de la economía brasileña. La movilización del ahorro popular y su direccionamiento voluntario hacia el sector empresarial exigen, entretanto, el establecimiento de un sistema que asegure al accionista minoritario el respeto a reglas definidas y equitativas las cuales, sin restringir al empresario en sus iniciativas, ofrezcan atractivos suficientes de seguridad y rentabilidad.

Vale la pena señalar que la LSA permitió que las compañías emitieran un mínimo de 33% de acciones ordinarias (con derecho a voto). Esto proporcionó la reducción del costo del control accionario de la empresa, ya que sería necesario mantener poco más del 50% del capital votante y, por consecuencia, 17% del capital total. Así que, aunque la mencionada ley buscara la protección de los accionistas minoritarios, ella estimuló el mantenimiento de una estructura accionaria concentrada.

En la década de 1980 Brasil enfrentó una severa crisis económica. Ante la intensa recesión, el MC quedó estancado. En los años noventa se inició el proceso de apertura comercial y desregulación. En ese escenario, el MBC experimentó un crecimiento impulsado por la búsqueda de diversificación de los portafolios por parte de los inversionistas internacionales y, principalmente, porque la mayor estabilidad macroeconómica y las privatizaciones hicieron al mercado accionario brasileño más atractivo a los ojos de los inversionistas.

A pesar del mayor flujo de inversión extranjera hacia el portafolio, esto no fue suficiente para promover un desarrollo significativo del MBC. El proceso de debilitamiento de algunas empresas (resultante de una mayor competencia con los productos importados), los altos costos de transacción y la facilidad de acceso a las bolsas internacionales (por medio de la compra de *American Depository Receipts*, ADR¹) redujeron el atractivo de las Bolsas de Va-

lores brasileñas. Hasta el final de la década de 1990, el mercado accionario continuaba siendo una fuente secundaria de recursos para las empresas brasileñas.

De acuerdo con Shleifer y Vishny (1996), el hecho de que las acciones con derecho a voto sean transadas con un gran premio en relación a las acciones sin derecho a voto pone en evidencia los beneficios privados del control a expensas de los accionistas minoritarios. En el caso brasileño, Dutra y Saito (2001) muestran datos sobre algunos premios pagos por compradores de bloques de acciones en relación con el valor de mercado de los papeles antes de la venta. De las nueve empresas consideradas, que transfirieron sus controles entre 1993 y 1998, el premio varió entre 82 y 81,7%.

En 1997, la administración Cardoso promulgó la Ley 9.457 que modificó algunas disposiciones de la LSA. El intento primordial de tales cambios era viabilizar el programa de privatización. Así, el mecanismo existente hasta entonces, que regulaba la cesión de control accionario –usualmente conocido como *tag along*– con miras a proteger a los minoritarios (art. 254 de LSA), fue revocado. Respecto a eso, Prado (2005, p. 95) afirma:

La simple inexistencia, durante ese período de 1997 a 2001, del dispositivo legal propició, por ejemplo, que fuesen identificados varios casos en los cuales los nuevos controladores, después de adquirir el control de la compañía abierta, pasaran a adquirir en Bolsa todas las acciones que conseguían, reduciendo (...) la liquidez de esos papeles por medio del ‘cierre blanco’ de capital (...). Además de eso, los premios pagos al controlador (...) alcanzaban proporciones astronómicas.

Para corregir tal situación, se promulgó en 2001 la Ley 10.303 que incorporó una serie de dispositivos con la finalidad de proteger a los inversionistas y al MC. Entre dichos dispositivos estaban: a) la Oferta Pública de Acciones (OPA); b) la emisión de no menos del 50% de acciones ordinarias (con derecho a voto); c) el *tag along* para las acciones ordinarias. Esas disposiciones serán analizadas posteriormente.

En líneas generales, Rogers (2006, p. 30) resume las características del MBC hasta el inicio de la década actual como: a) baja capitalización bursátil; b) insignificante volumen transado; c) pocas emisiones primarias; d) número reducido de compañías abiertas; e) alta concentración en pocas acciones; f) baja liquidez.

Se trataba de un problema serio que las autoridades brasileñas enfrentaron –al menos parcialmente– teniendo en cuenta la intensa relación entre el MC y el crecimiento económico. Según Rogers (2006, p. 30), el MC proporciona liquidez para inversiones de largo plazo, estimula emprendedores y disciplina la administración de las empresas, caracterizándose como inductor del crecimiento económico. Se puede argumentar que el MC y el crecimiento económico se retroalimentan, razón por la cual la controversia es la causalidad predominante, que a primera vista, está lejos de ser superada.

¹ Vale la pena mencionar que los ADR son un documento emitido por un banco cuya sede está en los Estados Unidos y para ciudadanos e instituciones norteamericanas, lo cual los convierte en accionistas no registrados de compañías basadas en otros países. Comprar y vender ADR es más fácil para los inversionistas que transar acciones propiamente, ya sea por cuestiones tributarias o para evitar los costos de tipo de cambio. Silveira (2008) destaca que las primeras emisiones de ADR por parte de compañías brasileñas se realizaron en 1992, o sea, 65 años después de la creación de esta modalidad. El mayor avance de los ADR de empresas brasileñas ocurrió en 1994, cuando 21 programas fueron aprobados. En el bienio 1997-1998 se iniciaron otros 31 programas.

C. EVOLUCIÓN DEL MERCADO BRASILEÑO DE CAPITALES (MBC) EN LA PRESENTE DÉCADA

A lo largo de décadas, como se discutió en la sección anterior, el MBC ha presentado varias debilidades. Esta situación fue la consecuencia de una serie de factores, dentro de los cuales deben mencionarse la inestabilidad macroeconómica, la aplicación de intereses reales elevados (estimulando las operaciones en renta fija en detrimento de las operaciones en renta variable), la trayectoria histórica de control familiar de grandes empresas, la falta de mecanismos fuertes de sanción a las expropiaciones cometidas en detrimento de los accionistas minoritarios, etc. La lista de factores que desincentivaron el desarrollo del MC en Brasil podría ser más amplia, pero lo importante es resaltar que ellos han funcionado como aspectos retroalimentadores, configurando un círculo vicioso de difícil superación.

A partir de mediados de la década de 1990, el número de empresas listadas en la Bolsa de Valores de São Paulo (Bovespa) empezó a descender, en gran medida debido al proceso de adquisición de compañías nacionales por parte de extranjeras. Éstas, en general, optaron por el cierre de capital de las empresas adquiridas. De hecho, en 1990, había 579 empresas listadas en Bovespa, valor que se redujo a 544 (en 1995), 467 (en 2000), 381 (en 2005) y 350 (en 2006), de acuerdo con la *World Federation of Exchanges* (WFE). A partir de entonces, se observa una reversión de esta trayectoria, incrementándose el número a 404 compañías en 2007.

El proceso de cierre disminuyó su intensidad, y el país pasó a vivir una reanudación de las IPO. Según Alves (2008), en 2004 se realizaron 7 IPO, que movilizaron R\$ 4.8 mil millones. En los años siguientes, los valores fueron de: 9 IPO (R\$5,4 mil millones) en 2005; 26 IPO (R\$15,3 mil millones) en 2006, 63 IPO (R\$57,3 mil millones) en 2007 y 4 IPO (R\$7,6 mil millones) entre enero y octubre de 2008. Por tanto, se puede concluir que en el bienio 2006-2007 el país vivió momentos importantes para el MC. Por otro lado, en 2008, justo antes de la profundización de la crisis internacional, ya se observa la falta de impulso de esta trayectoria. Además, el número de compañías listadas ha vuelto a disminuir a 392 en 2008.

En un momento de crisis aguda como la que se vive actualmente, es frecuente la manifestación de posiciones extremas. En el contexto de proliferación de críticas a la falta de regulación del mercado financiero mundial, es natural que algunos caractericen el suceso reciente del MBC como fruto de una burbuja especulativa. Sin embargo, y a pesar de esta interpretación, no se le puede desacreditar totalmente ya que eso sería subestimar los cambios relevantes que se produjeron en la realidad nacional, en particular en lo que atañe a la GC. Dada la pertinencia de esta discusión, ella será desarrollada a lo largo de este artículo. En lo restante de esta sección, la principal preocupación está relacionada con el análisis de cómo el *boom* del bienio 2006-2007 fue capaz (o no) de transformar las características estructurales del MBC.

Considerando que ya se examinó la evolución del número de empresas listadas y del número reciente de IPO, es interesante investigar la relevancia del MC (medido por las relaciones entre valor de capitalización y valor negociado de las acciones) y el grado de concentración de las transacciones. El gráfico V.1 muestra que el valor de capitalización de Bovespa en relación al Producto Interno Bruto (PIB) pasó de 2% (en 1990) a 35% (en 2000), 54% (en 2005) y 104% (en 2007). En cuanto al valor negociado de las acciones, la evolución fue simi-

lar: estos crecieron de 1% (en 1990) a 16% (en 2000), 19% (en 2005) y finalmente 45% (en 2007). Se trata de una evolución considerable para ambos indicadores.

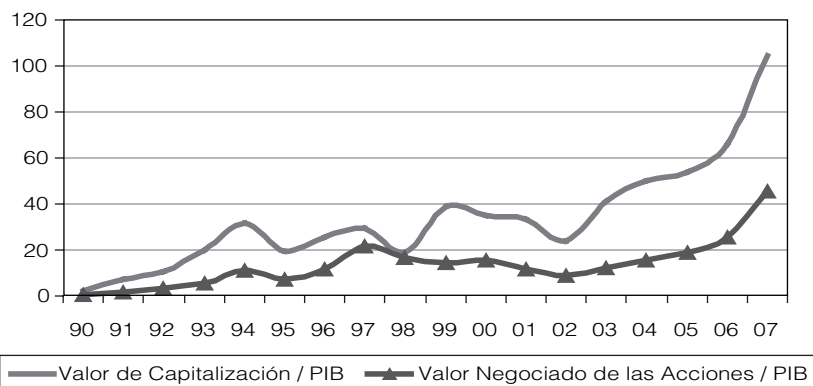
En lo referente al indicador valor de capitalización en relación al PIB, es importante presentar una visión comparativa de Brasil frente a algunos países seleccionados (cuadro V.1). De un modo general, el desempeño brasileño –en términos de crecimiento del índice– fue muy favorable frente a la evolución mundial, a los demás países latinoamericanos y a los países industrializados. Su evolución, no obstante, fue superada por la trayectoria de China, India y Rusia.

Es también oportuno discutir la evolución del valor de capitalización y del valor negociado de las acciones en Bovespa en relación con los respectivos volúmenes en el *New York Stock Exchange* (NYSE). La relación entre los valores de capitalización de Bovespa y de NYSE equivalente pasó de 0,4% (en 1990) a 8,6% (en 2007). Así mismo, la relación entre los valores transados de las acciones creció de 0,3% (1990) a 2,0% (2007).

Se puede afirmar que el valor de capitalización en Bovespa avanzó considerablemente, tanto en relación al PIB como en la comparación con el NYSE. Por otro lado, la trayectoria del valor transado fue más tímida. Además, respecto al NYSE, en 2007 el valor transado fue 91% superior al valor de capitalización, en Bovespa, el valor transado fue equivalente a 44% del valor de capitalización. Por tanto, la baja liquidez continúa siendo una característica del MBC.

En diciembre de 2007, el valor de capitalización de los ADR de empresas brasileñas alcanzó los US\$198 mil millones, el equivalente a 14% del valor de capitalización de Bovespa. Por tanto, el doble listado no se ha constituido en una amenaza al MBC, incluso considerando que 99 compañías brasileñas hacen uso de esta modalidad.² Se trata de un número significativo ya que, según datos del Banco JPMorgan, en diciembre de 2008 existían 2.445 programas de ADR en el mundo, 241 de ellos en América Latina. En el ámbito de este continente, además de

Gráfico V.1
VALOR DE CAPITALIZACIÓN Y VALOR NEGOCIADO DE LAS ACCIONES
EN BOVESPA / PIB, 1990-2007 (%)



Cuadro V.1
VALOR DE CAPITALIZACIÓN / PIB, EN PAÍSES SELECCIONADOS, 1998-2007 (%)

	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
Mundo	91	118	102	90	73	88	93	98	112	122
América Latina y el Caribe	20	32	32	32	26	31	37	42	52	75
Argentina	15	30	58	72	101	30	30	34	37	33
Brasil	19	39	35	34	24	42	50	54	67	104
Chile	65	93	80	82	71	117	122	115	119	130
Colombia	14	13	11	16	12	18	26	37	41	59
El Salvador	12	17	16	10	11	14	17	21	29	33
Jamaica	27	32	45	57	68	103	162	134	122	115
México	22	32	22	20	16	19	25	31	41	45
Panamá	35	33	24	22	24	24	24	33	33	32
Perú	21	26	20	21	24	26	29	45	64	97
Trinidad y Tobago	65	64	53	57	72	94	135	112	86	78
China	23	31	48	40	32	42	33	35	91	190
India	25	41	32	23	26	47	55	68	89	155
Rusia	8	37	15	25	36	53	45	72	107	116
EE.UU.	155	180	155	138	107	131	140	137	148	144
Reino Unido	167	200	179	151	119	136	131	137	160	141
Alemania	50	67	67	57	34	44	44	44	57	64
Japón	65	104	68	55	54	72	80	104	108	102
Italia	47	61	70	47	39	41	46	45	55	51

Fuente: World Development Indicators.

los programas de las compañías brasileñas, se destacan los de las mexicanas (55), argentinas (29), chilenas (21), peruanas (11), venezolanas (10) y colombianas (10).

La participación del MC en el financiamiento de las compañías brasileñas ha aumentado considerablemente en esta década. Entre 2000 y 2006, la proporción del MC en el total de préstamos y financiamientos se elevó de 9,5% a 24,1%, retrocediendo parcialmente a 21,7% en 2007. A lo largo del mismo periodo, la participación de los préstamos bancarios fue de 61,7% (en 2000) y 70,2% (en 2007). Así, el MC ocupó el espacio de los bancos internacio-

³ Rosa (2004, p. 19) esclarece que los niveles de ADR son clasificados en orden ascendente en términos de exigencia y transparencia. Los niveles 2 y 3 son los más rigurosos. En el nivel 2, los ADR son listados en la Bolsa de Valores, lo que obliga a adecuarse a las normas contables de los EE.UU. El nivel 3 tiene como principal característica la emisión de nuevas acciones por parte de la empresa. La percepción convencional en el mercado es considerar sólo los niveles 2 y 3 como programas relevantes de ADR, que son restringidos actualmente a 33 compañías brasileñas (KPMG, 2008b).

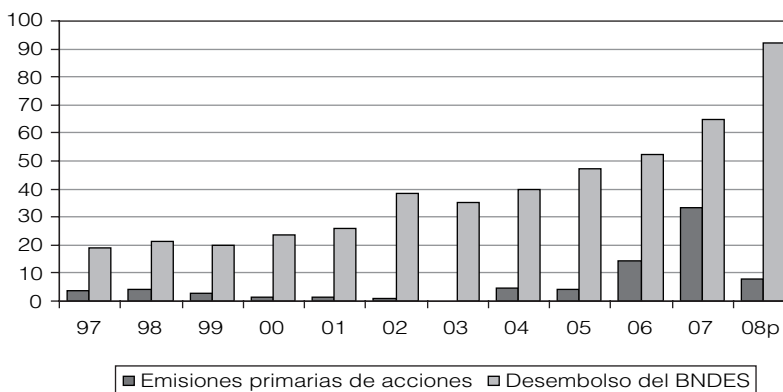
nales cuya participación se vio disminuida de 28,8% (en 2000) a 8,1% (en 2007), conforme Ibmecc (2008, pp. 6-7).

En Brasil, ha sido frecuente cotejar los desembolsos totales del Banco Nacional de Desarrollo Económico y Social (Bndes) y las emisiones primarias de acciones. De acuerdo con Freire (2008), la comparación no es totalmente precisa, teniendo en cuenta las diferencias en cuanto a la naturaleza, plazo, costo y destino de los recursos obtenidos; por otro lado, sirve de parámetro en relación a la diversificación de las fuentes de financiamiento. Como se observa en el gráfico V.2, las emisiones primarias de acciones llegaron a representar apenas el 1% de los desembolsos del Bndes en 2003. Desde entonces han crecido a 20% (en 2004-2005), 27% (en 2006) y 51% (en 2007).

Sin embargo, como también se verifica en el gráfico V.2, los datos preliminares para 2008 indican la contracción de los valores de las emisiones primarias de acciones, en términos absolutos y principalmente en relación a los desembolsos del Bndes. De hecho, se estima que en 2008 las emisiones primarias de acciones retrocedieron al 9% de los valores desembolsados por el Bndes. Vale la pena resaltar que en 2008 solamente se realizaron 4 IPO, y 46 empresas desistieron de lanzar acciones en Bovespa. De este total, 19 consiguieron el registro de compañía abierta, y, según Valenti (2008d), por lo menos tres de ellas ya obtuvieron la cancelación del registro por parte de la Comisión de Valores Mobiliarios (CVM).

De La Torre y Schmukler (2004) consideran que una de las principales deficiencias del MC en América Latina es la alta concentración de transacciones en pocas acciones. En Brasil, según WFE, la participación conjunta de las 10 mayores compañías era equivalente a 55,1% de los valores transados en 2000, disminuyendo hasta alcanzar el 40,6% en 2007. Por tanto, no se alteró substancialmente el perfil de la elevada concentración de las transacciones en pocas acciones. También a este respecto, Assaf Neto *et al.* (2007, p. 6) afirman que, en

Gráfico V.2
EMISIONES PRIMARIAS DE ACCIONES Y DESEMBOLSOS DEL BNDES, 1997-2008
(R\$ Mil millones)



Fuente: Banco Central do Brasil, Agencia Brasil y Capozoli (2008).

Observación: p = datos preliminares.

2005, apenas 19 empresas fueron responsables del 61,3% del volumen negociado en Bovespa, mientras que en el NYSE, 91 compañías fueron responsables del 38,2%.

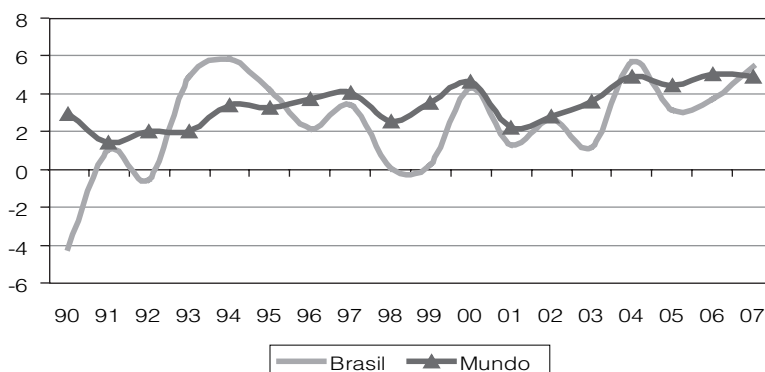
Retomando las características del MBC descritas por Rogers (2006), se puede deducir que a finales de 2007 habían sido alteradas por: a) buena capitalización bursátil; b) bajo, pero creciente, volumen transado; c) varias emisiones primarias; d) incremento del número de compañías abiertas; e) alta concentración en pocas acciones; f) baja liquidez.

Es evidente que los avances verificados en el MBC no pueden ser disociados del contexto internacional. En este sentido, de acuerdo con McKinsey Global Institute (2008, p. 9), el mercado global de capitales creció de US\$32 billones (en 2000) a US\$65 billones (en 2007). Además, las bajas tasas de interés aplicadas en los países centrales que favorecen la búsqueda de inversiones en países emergentes, no sólo han favorecido a Brasil, sino también a China, India y Rusia, entre otros. Por otro lado, la mejor situación internacional es incapaz de explicar asoladamente el desempeño del MBC. En la realidad, la economía brasileña también ha mejorado sus fundamentos, y los cambios verificados en el propio MBC –como se discutirá en las tres siguientes secciones– han contribuido al buen desempeño.

D. DESEMPEÑO MACROECONÓMICO BRASILEÑO

Como se ha mencionado, el buen desempeño del MBC no puede ser atribuido solamente al contexto internacional. De hecho, la mejora de la economía brasileña cumplió un papel importante en el proceso de revertir algunas fragilidades del MBC. En primer lugar, beneficiada por un *boom* de los precios de los *commodities* mineros y agrícolas, la economía brasileña presentó tasas de crecimiento del PIB más elevadas, como se observa en el gráfico V.3. Además, dichas tasas pasaron a estar más alineadas con el desempeño de la economía mundial. Por otra parte, el mercado doméstico de bienes de consumo durables se amplió a partir de la expansión del crédito. De acuerdo con informaciones del Banco Central de Brasil (BCB), el volumen de operaciones del sistema financiero en diciembre de 1990 era equivalente a

Gráfico V.3
EVOLUCIÓN DEL PIB, BRASIL Y EL MUNDO, 1990-2007 (%)



Fuente: IMF.

24,1% del PIB. Este valor alcanzó el 26,4% (en diciembre de 2000), el 28,1% (en diciembre de 2005), el 34,7% (en diciembre de 2007) y el 41,3% (en diciembre de 2008).

Para un país que convivió con la hiperinflación a finales de la década de 1980 e inicios de la década de 1990, un aumento de los precios al consumidor del orden del 4,6% –como el observado en 2007– es una buena señal de conducción de política macroeconómica. Ésta, por su parte, continúa anclada en elevadas tasas de interés real. En 2007, el promedio de la tasa de interés fue del 11,9%.

Otra mejora substancial es la relacionada con la deuda externa, que fue uno de los principales problemas macroeconómicos de la década de 1980. La relación entre la deuda externa líquida y el PIB se redujo de 28,5% (en 2000) a 1,0% (en 2007). De esta manera, en enero de 2008, el país dejó de ser deudor y pasó a ser acreedor externo. En la misma dirección, la relación divisa pública líquida frente al PIB también se fue reduciendo a partir de 2004. La mejora de los fundamentos macroeconómicos posibilitó que, en abril de 2008, la agencia norteamericana de clasificación de riesgo Standard & Poor's concediera *investment grade* a la deuda soberana brasileña. Tales factores acabaron volviendo más atractivo el MBC para los inversionistas domésticos e internacionales.

E. NUEVA LEY DE SOCIEDADES ANÓNIMAS (NLSA)

Se puede afirmar que más allá de un escenario macroeconómico internacional y nacional más favorable, otros cambios sirvieron como estímulo al desarrollo del MBC. Esta sección está dedicada al análisis de la nueva LSA, promulgada en 2001.

La LSA de 1976 sufrió modificaciones substanciales en 2001, con la promulgación de la Ley 10.303 (en adelante Nueva Ley de las Sociedades Anónimas, NLSA). Entre las innovaciones de la nueva ley se encuentra la obligación de la sociedad, al abrir su capital, de emitir no menos de 50% de acciones ordinarias. En el régimen legal anterior, tal obligación era de solamente 33%. Por tanto, no se adoptó el principio “una acción un voto”, considerado uno de los dos pilares del modelo anglosajón de GC. Tal principio es contrario a la existencia de estructuras de sociedades anónimas y contractuales que permiten un poder desproporcionado del voto en relación a la cantidad de acciones retenidas. La violación de tal principio agrava el conflicto de la expropiación (típico de estructuras concentradas como la brasileña), marginando así a los accionistas minoritarios.

Según la NLSA, los poseedores de acciones preferenciales sin derecho a voto que detentan el 10% del capital social, así como los minoritarios que representan el 15% del total de acciones con derecho a voto, tienen derecho a elegir un miembro del consejo de administración (CA). En caso de que no consigan cumplir tales condiciones, los dos grupos de accionistas tienen derecho a la participación conjunta.

Otro cambio importante fue la re-edición de la imposición de condiciones para cesión del control (*tag along*). Con la NLSA, se volvió una obligación la realización de una OPA en la cual quedan asegurados los minoritarios que poseen acciones ordinarias, 80% del valor pago de las acciones de los controladores. Por otro lado, este beneficio no fue extendido a los propietarios de acciones preferenciales. Cabe señalar que el derecho de *tag along* de los accionistas minoritarios (en razón de 100%) había sido eliminado en 1997 como medio para facilitar la transferencia del control de empresas estatales a la iniciativa privada (Leal

y Oliveira, 2002). En ese sentido, la NLSA no consiguió recuperar los beneficios concedidos previamente.

De Paula y Stanley (2006, p. 98) afirman que la defensa de los minoritarios fue reforzada por la protección contra la reducción súbita de la liquidez de las acciones, el llamado “cierre blanco”. Esto es práctica común en la compra de empresas por accionistas extranjeros, que prefieren negociar sus acciones en los países de origen. Los controladores, con la nueva ley, están obligados a hacer oferta pública de compra de acciones de los minoritarios con base en el “valor justo” de la empresa. En caso de que el 10% de los minoritarios se considere perjudicado por las condiciones del cierre de capital, es posible convocar a una asamblea extraordinaria de accionistas y solicitar una nueva valoración.

Analizando las principales innovaciones introducidas por la NLSA al ordenamiento jurídico brasileño sobre la GC y su papel como instrumento estimulador del desarrollo y fortalecimiento del MBC, Souza (2005, pp. 94-97) señala que éstas representaron un paso en la dirección correcta. No obstante, los cambios fueron “tímidos”, especialmente en lo que atañe a la protección de los minoritarios, a la solución de conflictos de interés y a la independencia de los órganos de la compañía. En este sentido, la autora también argumenta que la NLSA no introdujo cambios substanciales para combatir la influencia de interés del controlador, e incluso, en algunos casos, contribuyó a su fortalecimiento. Consecuentemente, si el objetivo de la reforma era promover el fortalecimiento del MC, y si eso depende de una mayor protección a los accionistas minoritarios, la autora afirma que la NLSA no consiguió su objetivo, ya que no se concedió a los minoritarios una efectiva posibilidad de participación en el control de los rumbos y objetivos de la sociedad.

Otro aspecto criticado a la NLSA se refiere a la determinación de que los consejeros están obligados a votar en conformidad con los términos del acuerdo de los accionistas que los eligen. El presidente no puede computar votos que desobedezcan lo acordado por los accionistas (Gorga, 2004). Se argumenta que el consejero debería tener la libertad de votar de acuerdo con sus ideas y en el mejor interés de todos los accionistas (De Paula y Stanley, 2006, p. 98).

Kenyon (2004) muestra que, en verdad, las principales propuestas de cambio de la LSA, en particular en lo referente a las reglas de OPA y al *tag along*, fueron sustancialmente modificadas en el Congreso (cuadro V.2). Según ese autor, el avance parcial de la legislación relativa al MC en Brasil fue consecuencia de: a) los pocos esfuerzos de consulta y negociación hechos inicialmente con representantes de los empresarios; b) el proceso de reforma fue enteramente conducido en el Congreso, permitiendo a los accionistas controladores vetar los temas más polémicos; c) la oposición de los empresarios fue bastante intensa; d) el ciclo electoral fue también bastante desfavorable. La NLSA inició su trámite en 1997 y sólo entró en discusión efectiva en 2001. En ese momento, el Presidente de la República y la mayoría de los congresistas estaban enfrascados en la disputa electoral de 2002, y dedicaron poca atención a este tema.

En diciembre de 2007 fue promulgada una nueva ley que modifica varias disposiciones de la NLSA. Se trata de la Ley 11.638, con efecto a partir de enero de 2009. Según Deloitte (2008), la referida ley compatibiliza la actualización de la legislación brasileña sobre SA al proceso de convergencia de las normas internacionales de contabilidad, permitiendo también que nuevas normas y procedimientos contables sean emitidos por la CVM. A propósito, la

Cuadro V.2
REFORMA DE LA LEGISLACIÓN DEL MERCADO DE CAPITALES EN BRASIL

	Propuesta inicial	Cambio efectivo
Tag along	100% para acciones con derecho a voto; 80% para acciones sin derecho a voto.	80% para acciones con derecho a voto; 0% para acciones sin derecho a voto.
Clases de acciones	Eliminación de las acciones preferenciales o sin derecho a voto.	Nuevas empresas requieren emitir acciones con y sin derecho a voto en igual proporción; sin cambios para las empresas establecidas.
Representación en el consejo de administración (CA)	Los accionistas con por lo menos 15% de las acciones con derecho a voto pueden sugerir un miembro para el CA; representante de la minoría en el Consejo Fiscal.	A partir de 2006, los accionistas minoritarios con por lo menos 15% de las acciones con derecho a voto pueden elegir un miembro del CA; sin representación en el Consejo Fiscal.

Fuente: Kenyon (2004).

instrucción CVM 457 concede a las compañías abiertas, en el período de 2007 a 2009, la opción de presentar sus cuentas consolidadas según las normas del *International Accounting Standard Board* (IASB) y fija el ejercicio de 2010 como límite para la adopción obligatoria de tales normas internacionales. Otra importante modificación de la Ley 11.638 fue la ampliación de los poderes de la CVM en lo referente al establecimiento de reglas diferenciadas para las empresas abiertas y otros emisores respecto al tipo y la periodicidad de la información proporcionada al mercado.

De acuerdo con la Ley 11.638, las grandes empresas, aunque no estén constituidas como SA de capital abierto, deberán seguir las disposiciones de la NLSA en lo que se refiere a la contabilidad y la elaboración de estados financieros, así como a la obligatoriedad de auditoría independiente. La ley considera como gran empresa a las sociedades (o conjunto de sociedades de control común) que tengan, en el ejercicio anterior, activos totales superiores a R\$240 millones o ingreso bruto anual superior a R\$ 300 millones (KPMG, 2008a). Por otro lado, se suprimió de modo deliberado de la ley que entró en efecto (Amendolara, 2009) la parte que obligaba la publicación de los estados financieros de las grandes compañías de capital cerrado –como, por ejemplo, las subsidiarias de multinacionales. Así, el texto aprobado por el Congreso frustró las expectativas del mercado una vez que, en Brasil, las empresas de capital cerrado no tienen obligación de ningún tipo de *disclosure* (la revelación de información contable) de sus estados financieros.

F. LISTADO DIFERENCIADO EN BOVESPA

A comienzos de esta década, Bovespa resolvió adoptar un mercado conducido por reglas de listados diferenciados, según los modelos de Alemania (*Neuer Markt*), y seguidos por

Francia (*Nouveau Marché*), Inglaterra (*TechMark*) e Italia (*Nuovo Mercato*). En la experiencia brasileña, éste se denominó Nivel 1, Nivel 2 y Nuevo Mercado (NM) de Nuevas Prácticas de Gobernanza Corporativa (GC). Las compañías Nivel 1 se comprometen, principalmente, a mejorar el suministro de información al mercado y a mantener en circulación una cantidad mínima de acciones (*free float*), representando 25% del capital (cuadro V.3).

Para la clasificación de compañías Nivel 2, más allá de la aceptación de las obligaciones contenidas en el Nivel 1, la empresa y sus controladores adoptan un conjunto más amplio de prácticas de GC y de derechos adicionales para los accionistas minoritarios, incluyendo: a) *tag along* de 100% para los poseedores de acciones con derecho a voto y de un mínimo de 80% para los poseedores de acciones sin derecho a voto; b) adhesión a la Cámara de Arbitraje para resolución de conflictos societarios.

La entrada de una empresa en el NM significa su adherencia a un conjunto de reglas societarias más rígidas que las vigentes en la legislación brasileña. La principal innovación del NM es, en relación a la legislación, la prohibición de emisión de acciones preferenciales (sin derecho a voto). Los participantes del NM deben también acoger todas las obligaciones del Nivel 1 y del Nivel 2. En suma, el listado en el NM somete a la empresa a un conjunto de normas corporativas que aumenta los derechos de los accionistas, requiere mayor transparencia y exige mayor nivel de *disclosure* (Santana, 2008, p. 12).

Bovespa creó el NM por medio de la Resolución 264/2000, antes de la promulgación de la NLSA. De acuerdo con Souza (2005, p. 98), el hecho de representar un segmento de listado especial, destinado a la negociación de acciones emitidas por las empresas que adhieren a las reglas de GC mucho más rígidas de aquellas exigidas por la NLSA, resulta en una mayor credibilidad y menor riesgo en las inversiones realizadas. La adhesión al listado diferenciado de Bovespa es voluntaria siendo, por tanto, una solución contractual.

Con el lanzamiento del NM, muchas empresas argumentaron que las reglas eran más rígidas y que, a pesar del deseo de mejorar sus prácticas de GC, no estaban listas aún para el NM. Ante esto, Bovespa acabó lanzando dos niveles especiales de intermediarios: el Nivel 1 y el Nivel 2, creados por la Resolución 265/2000.

El Nivel 2, cuyas exigencias son mayores que las del Nivel 1, satisface a las compañías cuya principal objeción al NM era la exigencia de la adopción del principio “una acción un voto”, teniendo en cuenta que ya poseían una elevada cantidad de acciones preferenciales en circulación. El Nivel 1, el cual ni siquiera ha sido sometido a la Cámara de Arbitraje del Mercado, concede a las compañías la oportunidad de señalar en el mercado algún nivel de compromiso con los principios de GC sin limitar, sin embargo, la flexibilidad para organizar su estructura societaria o someterse a un foro legal específico para la solución de controversias (Santana, 2008, p. 13).

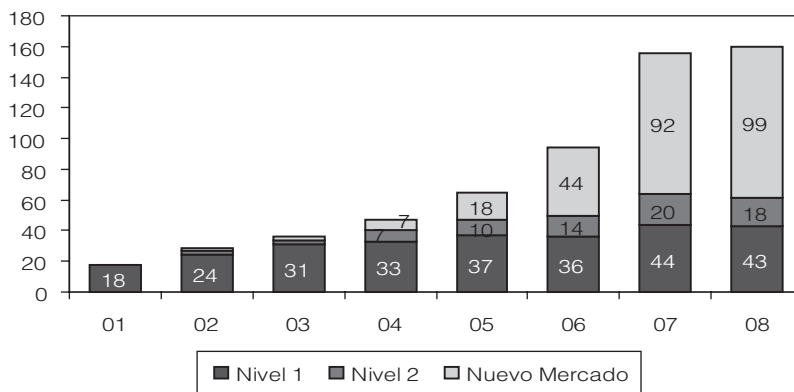
En la visión de Santana (2008), el NM llegó a un estado de evolución en el cual no se permite especular más sobre su viabilidad. Esto es ratificado por la información presentada en el gráfico 4, que muestran el número de empresas listadas en los segmentos diferenciados de Bovespa. La autora señala que el Bndes creó incentivos específicos para las empresas que se adhieran al NM y, en algunos casos, llegó a condicionar la liberación de recursos a dicha adhesión.

Santana (2008) también afirma que la consolidación de los segmentos diferenciados de GC de Bovespa posibilita el aumento de la inversión extranjera, a través de la aceptación de

Cuadro V.3
REGLAS DEL LISTADO DIFERENCIADO EN BOVESPA

Tipo	Exigencias
Nivel 1	<ul style="list-style-type: none"> • Mantener en circulación una cantidad mínima de acciones, representando 25% del capital. • Realizar ofertas públicas de colocación de acciones por medio de mecanismos que favorezcan la dispersión del capital. • Mejoría de las informaciones proporcionadas al mercado, incluyendo demostración de los flujos de caja. • Divulgar la cantidad y características de los valores mobiliarios de emisión de la compañía retenidos por los grupos de accionistas controladores, miembros del consejo de administración (CA), derechos y miembros del Consejo Fiscal. • Divulgar los términos de los contratos firmados entre las compañías y las partes relacionadas. • Disponibilidad de un calendario anual de eventos corporativos. • Realización, por lo menos una vez por año, de reuniones públicas con analistas e inversionistas.
Nivel 2	<ul style="list-style-type: none"> • Divulgación de los estados financieros de acuerdo con los patrones internacionales IFRS o US GAAP. • CA con un mínimo de 5 miembros y mandato unificado de hasta 2 años, que permita la reelección. Un mínimo de 20% de los miembros deberán ser consejeros independientes. • Derecho de voto a las acciones preferenciales en algunas materias, tales como transformación, incorporación, fusión o cesión de compañías y aprobación de contratos entre la compañía y las empresas del mismo grupo siempre que, por disposiciones legales o de estatuto, sean discutidos en asamblea general. • Extensión a todos los accionistas que posean acciones ordinarias de las mismas condiciones obtenidas por los controladores por la venta del control de la compañía y de un mínimo de 80% de este valor para los poseedores de acciones preferenciales (tag along). • Realización de una oferta pública de adquisición de todas las acciones en circulación, no mínimo, por el valor económico, en el caso de cierre de capital o cancelación del registro de negociación en este Nivel. • Adhesión a la Cámara de Arbitraje del Mercado para resolución de conflictos societarios.
Nuevo Mercado	<ul style="list-style-type: none"> • El capital social de la empresa tiene que estar compuesto solamente por acciones ordinarias. • Extensión para todos los accionistas de las mismas condiciones obtenidas por los controladores cuando la venta de control de la compañía (tag along). • Divulgación mensual de las negociaciones de valores mobiliarios y derivados de emisión de la compañía por parte de los accionistas controladores.

Gráfico V.4
EMPRESAS LISTADAS EN LOS SEGMENTOS DIFERENCIADOS
DE BOVESPA, 2001-2008



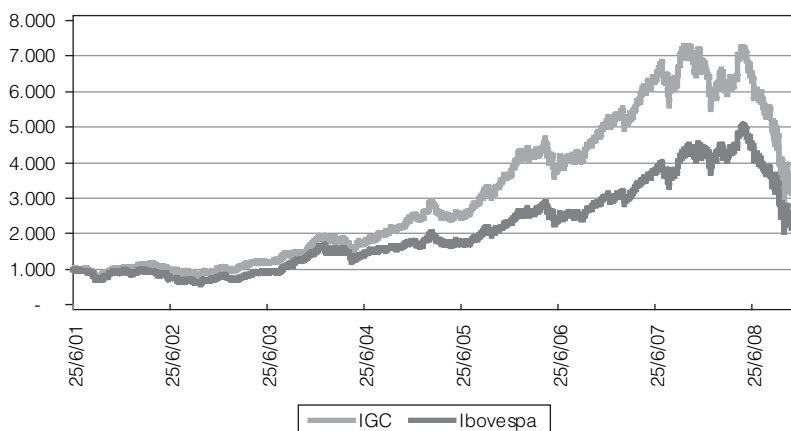
Fuente: Santana (2008) y Bovespa.

ofertas secundarias, dando paso al surgimiento en el país de algunas compañías de control diluido, que evaden la regla de la estructura de propiedad concentrada.

Otro aspecto importante que debe ser analizado es la evolución del Índice de Acciones con Gobernanza Corporativa Diferenciada (IGC) y del Índice Bovespa (Ibovespa). El primero tiene por objeto medir el desempeño de una cartera teórica compuesta por acciones de empresas que presenten buenos niveles de GC. Tales empresas deben ser negociadas en el NM o estar clasificadas en los Niveles 1 o 2. El segundo índice tiene como finalidad servir como indicador medio del comportamiento del MBC. Por tanto, su composición procura aproximarse a la configuración real de las negociaciones al contado en Bovespa. Como se observa en el gráfico V.5, desde mediados de 2001, el IGC ha presentado un desempeño superior al del Ibovespa.

Es verdad que en el momento de una crisis económica aguda, como la observada en el último trimestre de 2008, las ganancias del IGC frente al Ibovespa disminuirán, como también se constata en el gráfico V.5. Silveira (2008b), por su parte, cuestiona la validez de comparar el IGC y el Ibovespa, como una “prueba” de que la GC crea valor. Su crítica se puede dividir en dos argumentos: la composición del IGC y la comparación entre los dos índices. En cuanto al primer aspecto, a mediados de 2008, apenas 41,2% del peso del IGC estaba compuesto por empresas del NM; por otro lado, 54,2% del peso estaba constituido por empresas del Nivel 1. Por esta razón, el autor indaga si el IGC puede ser asumido como una buena aproximación para el grupo de compañías con patrón superior de GC. En relación a la segunda cuestión, él destaca que no se deberían comparar retornos nominales de activos con riesgos diferentes. Lo correcto sería cotejar los retornos ajustados a los diferentes riesgos de los activos, incluso porque las empresas listadas en el NM generalmente son menores y más nuevas que las participantes en el Ibovespa, más antiguas y con flujos de caja más estables. En suma, los riesgos del IGC y del Ibovespa no son los mismos. Silveira (2008b) concluye que aunque el IGC es un índice útil, su comparación directa con el Ibovespa no es tan simple.

Gráfico V.5
EVOLUCIÓN DEL IGC E IBOVESPA, 2001-2008



Fuente: Bovespa.

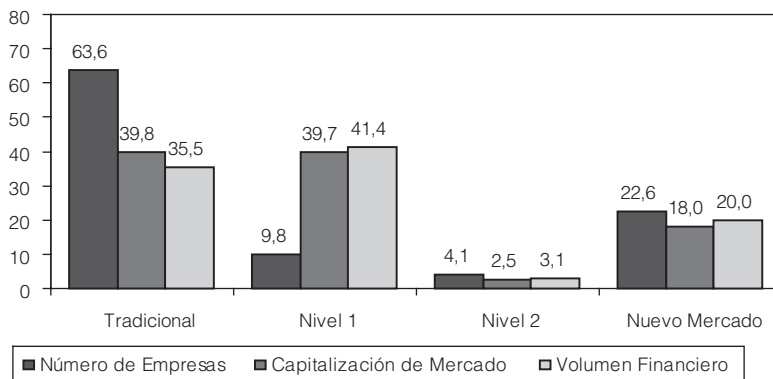
Observación: Base 1.000 en 25/06/2001.

No existen dudas de que los segmentos diferenciados de listados de Bovespa contribuirán al fortalecimiento del MBC, una vez que el número creciente de participantes del NM fue consecuencia de las IPO. Reforzando el argumento, en Brasil se volvió prácticamente imposible promover alguna apertura de capital en los últimos años sin que la compañía se adhiera al NM, Nivel 2 o Nivel 1. Como indican Silveira y Saito (2008, pp. 10-11), se debe recordar que en 2005 la Asociación Nacional de Bancos de Inversión (ANBI) emitió el Código de Auto-Regulación para las Ofertas Públicas de Distribución y Adquisición de Valores Mobiliarios. Se estableció que todos los asociados a la ANBI —o sea, la casi totalidad de los bancos de inversión del país— participarían solamente de OPA de aquellas empresas que se hubiesen adherido, o comprometido a adherir por lo menos al Nivel 1 en el plazo de seis meses a contar del primer anuncio de distribución.

Es importante resaltar que el NM no solucionó todos los problemas relacionados con la GC en Brasil. Una primera limitación del NM se refiere al tamaño de las compañías que adhieren a él. En diciembre de 2008, el número de empresas listadas para negociación en el mercado de Bovespa (no sólo acciones, sino también otros títulos como las obligaciones sin garantía hipotecaria) totalizaba 439. De este total, 99 compañías (22,6%) formaban parte del NM, al mismo tiempo que su importancia en términos de capitalización y en volumen financiero era respectivamente de 18,0% y 20,0% (gráfico V.6). Por su parte, las empresas participantes en el Nivel 1, a pesar de corresponderle el 9,8% del número total de compañías, eran responsables del 39,7% del valor de capitalización y del 41,4% del valor tranzado. Esto obviamente está asociado a la elevada concentración de las transacciones en pocas empresas grandes, característica del MBC ya señalada.

Otro aspecto a destacar es que la mayoría de las empresas que adhirieron al Nivel 1 en 2001 continúan en ese nivel, no habiendo emigrado a los niveles con requisitos más estrictos

Gráfico V.6
PARTICIPACIÓN RELATIVA DE LOS SEGMENTOS DE LISTADO
DE BOVESPA, DICIEMBRE 2008 (%)



Fuente: Bovespa.

de prácticas de GC (Nivel 2 y NM). En realidad, sólo cinco compañías cambiaron del Nivel 1 al NM: Rossi, Perdigão, Hering, Weg e Iochpe-Maxion. Por consiguiente, no se confirma la expectativa de que las empresas emigrarían gradualmente a niveles más exigentes de GC. Además, en el ámbito de las diez compañías en términos de valores de capitalización de la Bovespa, en diciembre de 2008, sólo una estaba en el NM, seis estaban en Nivel 1 y tres eran cotizadas en el mercado tradicional.

En la evaluación de Silveira (2008a) existe la percepción de que la GC es vista como un problema resuelto en Brasil, principalmente con la llegada del NM que, en la visión de muchos, impuso un “sello de garantía” a las compañías de este segmento. Sin embargo, según este autor, el NM es una condición necesaria pero no suficiente para la adopción de las mejores prácticas de GC, pues:

(...) el NM representa más un punto de partida que una garantía de mejores prácticas, por el hecho de que tal segmento de listado no posó las exigencia sobre cuestiones claves de gobernanza, entre las cuales están: funcionamiento del consejo de administración, relación del presidente con el consejo, sistemas de remuneración y evaluación de desempeño de los administradores, ‘poison pills’ (artículos que dificultan el intercambio de control), gestión de riesgos, relación con auditorías interna e independiente, etc. Además de eso, casos recientes mal recibidos por el mercado involucran empresas del NM (como Cosan y Nossa Caixa en 2007) y muestran que la adhesión a tal segmento no constituye un ‘sello de garantía’ contra problemas de gobernanza (...)

Es en este entendido que el listado diferenciado de Bovespa significa un avance en términos de GC en Brasil, aún cuando persisten debilidades en relación al MBC que se profundizarán posteriormente en el artículo en la discusión sobre GC.

G. TRES DIMENSIONES DE GOBERNANZA CORPORATIVA (GC) EN BRASIL: ESTRUCTURA DE PROPIEDAD, BUENAS PRÁCTICAS Y POLÍTICAS PÚBLICAS

La GC puede definirse de diversas formas. Esto es incluso una consecuencia del creciente interés en el tema. Una discusión más profunda de los diferentes conceptos de la GC puede encontrarse en el primer capítulo de este libro. Sin embargo, tal vez la definición más conocida de GC sea la elaborada por Shleifer y Vishny (1996, p. 2), según la cual la GC tiene que ver con los medios por los cuales los proveedores de recursos financieros a las empresas aseguran que haya retorno de su inversión. Esta es la definición adoptada en este artículo en particular, y en este libro, en general.

Como también se hizo énfasis en el capítulo 2, De Paula y Stanley (2006) proponen que la GC puede ser analizada a partir de tres dimensiones: estructura de propiedad, buenas prácticas de GC y políticas públicas. Las subsecciones a continuación están organizadas de acuerdo con esta propuesta.

1. Estructura de propiedad

En cuanto a la dimensión de estructura de propiedad, la preocupación básica es el análisis del grado de dilución *vs* concentración de la propiedad de las acciones. Las bases accionarias más dispersas tienden a estar acompañadas de una separación más clara entre propiedad y gestión. Análogamente, las bases accionarias más concentradas por lo general son asociadas con una sobre posición entre propiedad y administración.

De acuerdo con Leal *et al.* (2000, p. 1), en lo que atañe a la estructura patrimonial más concentrada, usualmente se tienden a identificar los mecanismos por los cuales los derechos sobre los votos de los accionistas mayoritarios se disocian de los derechos a flujos de caja (la propiedad de acciones con o sin derecho a voto). Por tanto, un accionista con apenas 10% de las acciones puede controlar la gestión de la empresa, haciendo uso principalmente de tres artificios: a) distintas clases de acciones; b) estructuras piramidales; y c) participación accionaria cruzada.

La posibilidad de emisión de dos tipos de acciones (una con derecho a voto, otra sin este derecho) refuerza el control de los accionistas mayoritarios. En Brasil, la LSA promulgada en 1976 permitía que las compañías emitiesen hasta dos tercios de sus acciones como preferenciales (sin derecho a voto). Así, un accionista podría controlar una empresa brasileña con apenas 17% del capital total, como ya se ha explicado anteriormente. Como resultado de la promulgación de la NLSA, en 2001, esta regla fue modificada para las empresas que abran el capital, requiriendo la emisión mínima de 50% de acciones con derecho a voto. Así, con poco más de 50% del capital votante, y consecuentemente 25% del capital total, es posible mandar en la empresa. Cabe enfatizar que la NLSA no alteró la proporción entre acciones ordinarias y preferenciales para las compañías que ya tenían sus acciones cotizadas en la Bolsa de Valores. Por otro lado, las compañías que ya tenían más de 50% de su capital representado por acciones preferenciales no deben emitir nuevas acciones de ese tipo.

Históricamente, la estructura patrimonial de las empresas brasileñas se caracterizó por la elevada concentración. La cuestión importante es investigar en qué medida el *boom* reciente del MBC generó cambios significativos en la estructura patrimonial de las compañías brasile-

ñas. Se comienzan a difundir empresas con control diluido. A este respecto, Gregório (2008, p. 44) comenta:

Entre las novedades surgidas en estos últimos cinco años del mercado brasileño, tal vez la más comentada sea la de la desconcentración accionaria. Ese fenómeno comenzó con la pulverización de las acciones de la Lojas Renner, que se transformó en la primera ‘corporación’ verde-amarilla. En junio de 2005, la red detallista perdió su dueño. Era la norteamericana J.C Penney que, después de intentar vender su parte en el mercado privado, concluyó que la salida más lucrativa sería en el mercado abierto. Más del 90% del capital ordinario de la empresa se dispersó en la bolsa. A Embrear y Submarino también les gustó la idea y se transformaron en corporaciones. Para septiembre de 2008, 33 compañías listadas en la BM & F Bovespa tienen más de 50% de sus acciones en circulación.³

Según Muto (2008, p. 21), las tendencias para la GC en Brasil pasan por las nuevas estructuras de capital. En los últimos años, la mayor parte de las compañías novatas de Bovespa lanzaron apenas acciones ordinarias y algunas abdicaron incluso de la figura de accionista controlador definido. En mayo de 2008 había 33 compañías en el país con más de la mitad de su capital en circulación y representaban a 32% del NM.

Las listas diferenciadas de Bovespa ciertamente fomentarán una mayor dispersión de la estructura accionaria en Brasil. Al respecto, el cuadro 3 muestra la participación promedio de los mayores accionistas de las compañías listadas en Bovespa. Los datos originales fueron extraídos de reportes relativos a 2006 y posteriormente actualizados para 2007. Como se observa, la participación promedio del mayor accionista, en términos de capital votante del mercado tradicional, Nivel 1 y Nivel 2, continúa superando el 50%. Para el NM, el índice promedio de participación del mayor accionista es 36%.

Al examinar el surgimiento de empresas de capital diluido (o *corporations*) en Brasil, De Paula y Romanielo (2009) destacan dos peculiaridades: el porte y el grado de dispersión de la estructura patrimonial. Según los autores, en septiembre de 2008, el valor promedio de capitalización de las empresas listadas en Bovespa totalizaba R\$4,5 mil millones. Las grandes empresas eran más frecuentes en el Nivel 1 (valor promedio de capitalización de R\$15,7 mil millones), seguido por el NM (R\$3,1 mil millones), el mercado tradicional (R\$3,1 mil millones) y el Nivel 2 (R\$2,6 mil millones). Las *corporaciones*, por su parte, contabilizaban una capitalización media de R\$2,8 mil millones. Por tanto, se concluye que las *corporaciones* brasileñas poseen un tamaño relativamente pequeño.

En segundo lugar, las *corporaciones* brasileñas se pueden dividir en dos tipos: capital difuso (cuando el poder de control es ejercido por el accionista detentador de menos del 50% del capital social) y capital disperso (alta dilución de capital, con inexistencia de cualquier control). Del total de las 33 *corporaciones*, 9 eran de capital disperso y 24 de capital difuso. Es interesante mencionar que el valor promedio de capitalización de las empresas de capital disperso, en septiembre de 2008, alcanzaba R\$6,3 mil millones y el de las de capital difuso, R\$1,6 mil millones. En una visión optimista, este último tipo de compañía se puede entender

³ En 2008 fue creada la BM&F Bovespa S.A., a partir de la integración entre la Bolsa de Mercaderías & Futuros (BM&F) y la Bolsa de Valores de São Paulo (Bovespa). Ambas promoverán sus IPO en 2007. En este texto se consideró más conveniente continuar denominando la bolsa brasileña como Bovespa.

Cuadro V.3
CONCENTRACIÓN ACCIONARIA EN LAS EMPRESAS BRASILEÑAS, 2006-2007

	Mayor accio- nista	3 mayo- res accio- nistas	5 mayo- res accio- nistas		Mayor accio- nista	3 mayo- res accio- nistas	5 mayo- res accio- nistas
Capital total	%	%	%	Capital votante	%	%	%
Tradicional	49,23	63,06	68,64	Tradicional	65,50	81,64	85,19
Nivel 1	33,40	47,54	55,37	Nivel 1	63,14	81,14	84,79
Nivel 2	42,11	47,18	56,37	Nivel 2	64,78	83,87	91,60
Nuevo Mercado	36,39	52,38	56,16	Nuevo Mercado	36,39	52,38	56,16

Fuente: Gorga (2008).

como un estado intermedio con vistas a una transición hacia una compañía de estructura dispersa. En una perspectiva pesimista, las empresas de capital difuso representan un mecanismo que altera la forma (el mayor número de acciones en circulación en el mercado) sin modificar la sustancia (el mantenimiento del control por pocos accionistas). En suma, las *corporaciones* brasileñas son relativamente pequeñas y predominantemente de capital difuso. Aunque no sean exactamente el modelo descrito por Berle y Means (1987) –de una gran compañía con elevado grado de dilución de capital–, no dejan de ser una importante novedad en el escenario corporativo brasileño.

A fines de septiembre de 2008, el valor de capitalización de las *corporaciones* brasileñas era equivalente a 4,75% del total de Bovespa. Así, la estructura patrimonial de la mayoría de las empresas listadas en Bovespa no sólo es concentrada sino que no muestra señales hacia una fragmentación. Inclusive se observó una tendencia de aumento de la participación promedio del mayor accionista, de 48 a 53%, a lo largo del período 2000-2006. Para los tres mayores accionistas, los valores fueron respectivamente de 53 y 69% (Assaf Neto *et al.*, 2007). Esto naturalmente elimina prácticamente las posibilidades de un *take-over* hostil.

Como ya se ha comentado, existen tres mecanismos principales para disociar los derechos a voto de los derechos a flujos de caja: distintas clases de acciones; estructuras piramidales y participaciones accionarias cruzadas. Estos instrumentos permiten la captación de recursos en el MC sin ceder el poder de control de las empresas. La literatura apunta que el exceso de los derechos a votos en las manos de los accionistas controladores tiende a estar correlacionado con un mayor grado de expropiación de los minoritarios (Bellato *et al.*, 2006). En reciente pesquisa, de un total de 88 empresas en la muestra, 84% de las compañías brasileñas emiten acciones sin derecho a voto (Black *et al.*, 2008).

Pavini (2008) comenta que la mayor crítica al MBC –la elevada participación de acciones sin derecho a voto– está perdiendo poco a poco su justificación. La participación de las acciones sin derecho a voto (preferenciales) en el volumen negociado de Bovespa se redujo de 84,3% (en el primer trimestre de 2002) a 59,7% (julio-agosto de 2008). Respectivamente, la fracción de acciones con derecho a voto (ordinarias) creció de 15,2 a 37,3%. En el período

también se constató el incremento de la participación de los certificados de acciones (o *units*), que pueden reunir lotes de acciones ordinarias y preferenciales, de 0,5 a 3,0%.

Siguiendo con Pavini (2008), también en términos del valor de capitalización de las empresas el crecimiento de las acciones ordinarias fue significativo: de 52,9% (en el primer trimestre de 2002) a 66,8% (julio-agosto de 2008). Análogamente, las acciones preferenciales pasaron a representar 38,2% del capital total de Bovespa. Aunque se reconozca que muchas empresas –especialmente las más antiguas– aún siguen teniendo una gran participación de acciones preferenciales, la tendencia general del mercado es hacia un aumento de las acciones con voto. Esta trayectoria fue influida por el listado diferenciado de Bovespa. Según Pavini (2008):

Una de las explicaciones para ese aumento de las acciones ordinarias es la creación del Nuevo Mercado de Bovespa y el movimiento de valorización de los derechos de los minoritarios. Ya que sólo las empresas que tenían acciones ON [ordinarias] podían participar del segmento más valorizado de la bolsa por el accionista, varias empresas decidieron convertir sus acciones preferenciales en ordinarias. Es el caso de Banco do Brasil (BB), Eternit, Embraer, Romi, Perdigo y Weg.

Uno de los factores que llevó a esto fue la presión de los inversionistas, muchos de ellos extranjeros, que deseaban más acciones ordinarias para garantizar más derechos, como el *tag along*, sólo garantizado por la NLSA para las acciones ordinarias. Con todo, el principal factor fue la oleada de IPO a partir de 2004, pues la mayoría de las nuevas empresas prefirieron entrar al NM. De un total de 110 empresas que iniciaron sus negocios en Bovespa a partir de 2004, 79 adhirieron al NM, 23 a los Niveles 1 y 2, y los otros lanzaron recibos de acciones emitidas en el exterior (el *Brazilian Depositary Receipts*, BDR), de acuerdo a Pavini (2008). Sin embargo, como se observa en el cuadro V.4, en 105 de las 110 IPO los inversionistas extranjeros adquirieron más del 50% de las acciones ofertadas.

Al igual que en otros países, otros inversionistas que crecientemente han presionado para la mejora de las prácticas brasileñas de GC son los fondos de pensión. De acuerdo con Fontes Fo. (2009, p. 221), los principales fondos de pensión brasileños notaron la necesidad de participar activamente de la GC, principalmente a partir de la privatización de la Compañía Vale do Rio Doce en 1997. Su capacidad de presión también está asociada al incremento de la cartera de inversiones. En Brasil, la cartera total de los fondos de pensión pasó de R\$154,6 mil millones (en diciembre de 2001) a R\$415,4 mil millones (en noviembre de 2008), de tal manera que los recursos aplicados en acciones se expandieron de R\$44,8 mil millones a R\$113,5 mil millones, respectivamente. Así mismo, en noviembre de 2008 este valor era equivalente a 8,4% del valor de capitalización de Bovespa.

La legislación brasileña, vigente desde junio de 2007, restringe a 35% las inversiones en acciones por parte de los fondos de pensión en el mercado tradicional. Pero, este límite es de 45% para compañías listadas en el Nivel 1 y de 50% para las listadas en el Nivel 2 y en el NM. A lo largo de la presente década, se constata una trayectoria de mantenimiento de la participación de las acciones en el ámbito de las carteras de los fondos de pensión en Brasil. De hecho, en diciembre de 2001, los fondos aplicaban, en promedio, 29% en renta variable. Este valor se mantuvo en 30% hasta 2006; y, después de crecer hasta 36,7% en diciembre de 2007, se redujo a 27,3% en noviembre de 2008. Pero, según Fontes Fo. (2009, p. 226), es necesario tener en cuenta que la Previ, el mayor fondo de pensión del país, con R\$136 mil

Cuadro V.4
PARTICIPACIÓN DE LOS INVERSIONISTAS EXTRANJEROS EN IPO, BRASIL, 2004-2008

Nombre de la compañía	Lis-tado	Empezó nego-ciación	Participa-ción ex-tranjera %	Nombre de la compañía	Lis-tado	Empezó nego-ciación	Participa-ción ex-tranjera %
Natura	NM	26/05/04	67	JHSF Part	NM	12/04/07	89
Gol	Nível 2	24/06/04	75	Metalfrio	NM	13/04/07	57
All Amer Lat	Nível 2	25/06/04	71	Bematech	NM	19/04/07	70
CPFL energia	NM	29/09/04	69	CR2	NM	23/04/07	0
Grendene	NM	29/10/04	64	AGRA Incorp	NM	26/04/07	67
Dasa	NM	19/11/04	68	Cremer	NM	30/04/07	76
Porto seguro	NM	22/11/04	71	Wilson Sons	BDR	30/04/07	74
Renar	NM	28/02/05	5	Sofisa	Nivel 1	02/05/07	76
Submarino	NM	30/03/05	65	Tarpon	BDR	31/05/07	87
Localiza	NM	23/05/05	87	Inpar S/A	NM	06/06/07	70
Tam S/A	Nível 2	14/06/05	74	Parana	Nivel 1	14/06/07	78
Energias BR	NM	13/07/05	26	SLC Agricola	NM	15/06/07	70
OHL Brasil	NM	15/07/05	70	Log-in	NM	21/06/07	75
Nossa Caixa	NM	28/10/05	71	Eztec	NM	22/06/07	68
Cosan	NM	18/11/05	72	Cruzeiro Sul	Nivel 1	26/06/07	59
UOL	Nível 2	16/12/05	71	Daycoval	Nivel 1	29/06/07	70
Copasa	NM	08/02/06	74	Marfrig	NM	29/06/07	68
Vivax	Nível 2	08/02/06	69	Tegma	NM	03/07/07	59
Gafisa	NM	17/02/06	72	Indusval	Nivel 1	12/07/07	88
Company	NM	02/03/06	64	Redecard	NM	13/07/07	72
Totvs	NM	09/03/06	69	Invest Tur	NM	16/07/07	87
Equatorial	Nível 2	03/04/06	77	Minerva	NM	20/07/07	62
Abnote	NM	27/04/06	70	Patagonia	BDR	20/07/07	97
CSU Cardsyst	NM	02/05/06	72	MRV	NM	23/07/07	73
Brasílagro	NM	02/05/06	82	Kroton	Nivel 2	23/07/07	70
Lupatech	NM	15/05/06	73	Guarani	NM	23/07/07	45
GP Invest	BDR	01/06/06	76	Triunfo Part	NM	23/07/07	75
Datasul	NM	02/06/06	72	ABC Brasil	Nivel 2	25/07/07	65
Mmx Miner	NM	24/07/06	76	Springs	NM	27/07/07	37
Abyara	NM	27/07/06	83	Providencia	NM	27/07/07	67

(Continúa en la página siguiente)

(Continuación cuadro V.4)

Nombre de la compañía	Lis-tado	Empezó nego-ciación	Participa-ción ex-tranjera %	Nombre de la compañía	Lis-tado	Empezó nego-ciación	Participa-ción ex-tranjera %
Medial Saude	NM	22/09/06	76	Multiplan	Nivel 2	27/07/07	64
Klabinsegall	NM	09/10/06	65	Generalshopp	NM	30/07/07	66
Santos BRAS	Nível 2	13/10/06	77	Estacio Part	Nivel 2	30/07/07	64
M.Diasbranco	NM	18/10/06	71	Cosan Ltd	BDR	17/08/07	93
Brascan Res	NM	23/10/06	87	Satipel	NM	21/09/07	69
Profarma	NM	26/10/06	70	Sul America	Nivel 2	05/10/07	72
Terna Part	Nível 2	27/10/06	65	Bicbanco	Nivel 1	15/10/07	85
Ecodiesel	NM	22/11/06	59	Trisul	NM	15/10/07	91
Odontoprev	NM	01/12/06	63	Tenda	NM	15/10/07	66
Positivo Inf	NM	11/12/06	64	SEB	Nivel 2	18/10/07	80
Lopes Brasil	NM	18/12/06	71	Marisa	NM	22/10/07	64
Dufrybras	BDR	20/12/06	69	Agrenco	BDR	25/10/07	88
Pdg Realt	NM	26/01/07	84	Bovespa HLD	NM	26/10/07	78
Rodobensimob	NM	31/01/07	67	BR Brokers	NM	29/10/07	98
CC DES Imob	NM	31/01/07	48	Amil	NM	29/10/07	80
Tecnisa	NM	01/02/07	59	Helbor	NM	29/10/07	56
Iguatemi	NM	07/02/07	72	Laep	BDR	31/10/07	64
Sao Martinho	NM	12/02/07	53	Panamericano	Nivel 1	19/11/07	67
GVT Holding	NM	16/02/07	76	BMF	NM	30/11/07	77
Anhanguera	Nível 2	12/03/07	76	MPX Energia	NM	14/12/07	71
JBS	NM	29/03/07	74	Tempo Part	NM	19/12/07	84
Pine	Nível 1	02/04/07	78	Nutriplant	Bov. Mais	13/02/08	11
Even	NM	02/04/07	53	Hypermarcas	NM	18/04/08	85
BR Malls Par	NM	05/04/07	68	Le Lis Blanc	NM	29/04/08	87
Fer Heringer	NM	12/04/07	65	Ogx petroleo	NM	13/06/08	63

Fuente: Bovespa.

millones en inversiones, había aplicado en renta variable el 62,8% de la cartera en el segundo trimestre de 2008. Por su parte, los fondos menores tienen la mayoría de sus aplicaciones en renta fija, como consecuencia de los elevados retornos en los títulos públicos y de los costos considerables de una gestión activa de la cartera de renta variable.

2. Prácticas de buena gobernanza corporativa (GC)

Una segunda dimensión de GC se refiere a las buenas prácticas de GC que involucran varios aspectos que pueden ser discutidos a la luz de esta temática, pero son tres los más cruciales: a) el consejo de administración (CA); b) la elaboración de balances contables fidedignos y la transparencia de los actos de los administradores; y c) el tratamiento de los accionistas minoritarios.

En Brasil, el CA es obligatorio para las compañías abiertas desde 1976. Éste debe estar compuesto por un mínimo de tres miembros, los cuales son electos por la Asamblea General y sólo pueden ser destituidos por ella en cualquier momento. Vale la pena destacar que tanto la CVM como el Instituto Brasileño de Gobernanza Corporativa (IBGC) recomiendan CA con 5-9 miembros. En el caso del IBGC, el nuevo Código que saldrá en 2009 deberá ampliar el número recomendable de consejeros, como consecuencia de la creciente difusión de los comités. Las compañías que están listadas en el Nivel 2 y en el NM deben contar con por lo menos 5 consejeros. En una investigación realizada en 2005 con 88 compañías listadas en Bovespa, Black *et al.* (2008, pp. 11-12) mostraron que para el 70% de la muestra, el número de consejeros variaba entre 3 y 7. Además de eso, el número promedio de consejeros fue 6,8. Sólo cinco empresas tenían un CA con más de 11 miembros. Basado en una pesquisa reciente de KPMG (2008b, p. 4) con 233 empresas, se constata que el número promedio de consejeros es de 7,2 personas.

Una sugerencia frecuente en términos de GC es que una misma persona no desempeñe simultáneamente los cargos de *Chief Executive Officer (CEO)* y de Presidente. Aunque esta es una recomendación de la CVM, la legislación brasileña permite que la misma persona ocupe los dos cargos. De acuerdo con Black *et al.* (2008, p. 18), la mayoría de las compañías brasileñas –62 de un total de 88 que respondieron (71%)– adopta esta separación. Para KPMG (2008b, p. 5), esta proporción es equivalente a 76%. Las investigaciones no avalan todavía los eventuales lazos de parentesco que puedan existir entre el *CEO* y el Presidente.

En cuanto a la composición del CA, la legislación brasileña no determina un porcentaje mínimo de consejeros independientes. La exigencia para las empresas listadas en el Nivel 2 y en el NM es de un mínimo de 20%. En la investigación realizada por Black *et al.* (2008, pp. 14-15), 35% de las empresas no poseían ningún consejero independiente en 2005; 16% de las compañías contaban con 1-20% de consejeros independientes; 38% con 21-50% de consejeros independientes; y 11% con más de 51% de consejeros independientes. La media de consejeros independientes era de 24%. En la evaluación de los autores, Brasil estaba por debajo de los patrones internacionales en este requisito. En la encuesta de KPMG (2008b, p. 6), la media de consejeros independientes es actualmente de 28%.

Como ya se mencionó, en conformidad con la NLSA, los consejeros están obligados a votar en conformidad con los términos del acuerdo de accionistas que los eligieron. Black *et al.* (2008, p. 42) observan que una parte sustantiva de las compañías (36 casos o el 42%) hacían uso, en 2005, de un acuerdo de accionistas entre los miembros de la familia o grupo controlador. Tal vez el lado más crítico de esta situación sea la difusión de estos acuerdos entre empresas que son listadas en los segmentos diferenciados de Bovespa. En un estudio reciente, de un total de 156 empresas listadas en los niveles 1, 2 y NM, 84 no tenían un accionista detentando más del 50% del capital votante. De ese subtotal, 42 tenían acuerdos de accionistas válidos y disponibles en la CVM (Gorga, 2008).

Otra característica interesante se refiere al grado de formalidad de los procesos, que involucra reglamentos internos describiendo el papel y las responsabilidades de los consejeros, así como la constitución de comités de auditoría, de remuneración, de estrategia, etc. Se percibe una creciente preocupación por la formalización de los procesos pero, en 2006, el 54% de las empresas listadas en el NM no contaban con comité de auditoría, ya fuera en la forma tradicional o designado por el Consejo Fiscal. Además, muchas de ellas no tenían instalado el Consejo Fiscal (KPMG, 2007 p. 16). En la investigación más reciente de KPMG (2008b, p. 9), 26% de las compañías brasileñas listadas tienen comités, principalmente de auditoría. En segundo lugar, aparecen los comités de recursos humanos (remuneración).

Otro aspecto muy importante para la GC se refiere a la elaboración de balances contables fidedignos por parte de las empresas. Se trata de un tema en estricta consonancia con la transparencia de las firmas y la divulgación de informaciones (*disclosure*). En cuanto a la falta de balances contables fidedignos, en junio de 2008, un gran escándalo corporativo involucró al Agreco Group, empresa especializada en la comercialización de granos no modificados genéticamente. Los fraudes contables de la compañía ni siquiera habían sido identificados por la empresa de auditoría. Además, estarían involucrados en el escándalo altos funcionarios de la Compañía Integrada de Desarrollo Agrícola de Santa Catarina, sospechosos de producir documentos falsos o alterar declaraciones de inventarios. El escándalo resultó en la detención de ejecutivos del grupo, causando una caída del 46,8% de los papeles de la empresa en Bovespa (Maschio, 2008).

Un estudio hecho por la Fundación Instituto de Pesquisas Contables, Actuariales y Financieras (Fipecafi) constató que una de cada tres empresas brasileñas con acciones en Bovespa divulga balances que pueden ser considerados irregulares, sin el mínimo de transparencia y con datos que no pueden ser comprendidos ni por los analistas de mercado. En el estudio fueron analizadas 220 empresas, de las cuales 86 (39%) tenía estados financieros relativos al ejercicio 2007 irregulares, en términos de la Ley de SA. El resultado muestra que los balances de tales empresas se vuelven una tarea burocrática y formal, sin utilidad para los accionistas minoritarios, bancos acreedores, proveedores, clientes o funcionarios. La situación es aún peor en las empresas de capital cerrado, que no son supervisadas por la CVM. De acuerdo con la investigación, de 569 compañías analizadas, 457 (80%) tenían balances considerados irregulares (Sciarretta, 2008). Esto es una fuerte evidencia de que, en el contexto de las grandes empresas no listadas en Bolsa de Valores, hay prácticas incipientes de GC.

En el ámbito del tema de tratamiento de los accionistas minoritarios, uno de los aspectos más relevantes se relaciona al *tag along*. La NLSA determina que los casos de cambio de control accionario obligan a la realización de una OPA, por la cual los minoritarios detentores de acciones ordinarias tienen el derecho a recibir no menos del 80% del valor ofrecido para las acciones del bloque controlador. Para las empresas listadas en el NM, los minoritarios tienen derecho de vender por el mismo precio. Sin embargo, algunas transacciones realizadas en Brasil en 2008 hicieron uso del modelo de incorporación (o adquisición originaria), que exime del pago del *tag along*. Debido a la incorporación, en la compañía asumió un nuevo controlador, sin que el propietario anterior haya vendido la empresa. De este modo, los accionistas pierden el control por la dilución que sufren como consecuencia del aumento de capital (Valenti, 2008a).

La modalidad de la incorporación generó aprehensiones en el MBC, ya que fue interpretado como una forma de esquivar los derechos de los minoritarios. Se espera que ese formato sea cada vez más utilizado en las transacciones brasileñas. Esto naturalmente frustrará las expectativas de los accionistas minoritarios, ya acostumbrados a la institución del *tag along*. Entre 2003 y septiembre de 2008, fueron realizadas 45 ofertas a los accionistas minoritarios en función de la venta del control de empresas abiertas (Valenti y Camarotto, 2008).

3. Políticas públicas

La dimensión de políticas públicas de la GC corresponde a una respuesta del Estado a tal problemática, principalmente en la forma de leyes y actuación de órganos reguladores, contemplando instrumentos de defensa de los derechos del público inversionista tales como la aptitud para fiscalizar y reprimir cualquier desvío de conducta observada. Considerando que el tema de la legislación, en particular la NLSA, ya fue abordado previamente, esta sección privilegia la actuación de la CVM.

Rossi *et al.* (2007, p. 70) resaltan que, además de la existencia de un conjunto de reglas adecuadas para disciplinar el mercado, es esencial que ocurra el efectivo cumplimiento (*enforcement*) de las leyes y de la regulación de derechos societario del MC, ya sea en el ámbito administrativo (esfera de actuación de la CVM), o en el Poder Judicial. Al analizar el período de enero de 2000 a junio de 2006, los autores constataron un aumento significativo en el número de sentencias de la CVM, pasando de un promedio anual de 10 en el período 2000-2004 a 36 casos entre 2005 y 2006.

En cuanto al perfil de los acusados en los fallos analizados, se verificó la presencia de varios agentes simultáneamente en un mismo proceso. Los directores fueron acusados en 80 procesos, seguidos por consejeros (66), accionistas controladores (40), auditores (11) y otras categorías (27). Las infracciones relativas a la transparencia y al deber de informar aparecen como las más recurrentes, siendo objeto de 73 de los fallos analizados. Las irregularidades en el ejercicio del poder de control y en la actividad de la administración corresponden a 66 casos; las cuestiones relacionadas con los derechos individuales de los minoritarios sumaron 29 casos. Además de eso, 7 fueron casos relativos a la estructura de capital y su modificación, y 6 tienen relación con *insider trading*. Para Rossi *et al.* (2007, p. 71), el mayor número de procesos sobre transparencia se puede explicar por tratarse de una obligación periódica de las compañías abiertas ante la CVM, lo que hace más fácil la fiscalización.

Rossi *et al.* (2007) también abordan el tiempo de análisis y la decisión, lo que es considerado un aspecto fundamental para el *enforcement*. Se constató que el tiempo entre el momento en que se cometió la infracción y la fecha de sentencia del proceso administrativo tiene una duración promedio de aproximadamente 6 años, sin reducción significativa observada en los últimos tres años de análisis. El tiempo promedio después de la orden de la CVM es de 4,5 años. En cuanto a los resultados de los juicios, la mayoría de los procesos (57%) resultaron en una pena para algunos involucrados y absolución para otros en un mismo caso. Los juicios en los cuales hubo castigo para todos los acusados representaron el 22% de la muestra, y los de absolución para todos los acusados, el 21%.

Se constató que la multa es el castigo utilizado con mayor frecuencia dentro de las posibles penalidades aplicadas por la CVM. En cuanto a su valor, puede ser de R\$500 mil; 50%

del valor de la emisión u operación irregular; o tres veces el monto de la ventaja económica obtenida o de la pérdida evitada en consecuencia del acto ilícito. El valor promedio de las multas va creciendo a lo largo del período analizado, pasando de R\$22,1 mil (en 2000) a R\$100 mil (en 2005).

Históricamente, uno de los mayores problemas enfrentados por las autarquías brasileñas que fiscalizan a las empresas en el ámbito administrativo –tales como la CVM y el Consejo Administrativo de Defensa Económica (CADE), la autoridad *antitrust*– ha sido la dificultad para cobrar las multas. Esto proviene del hecho de que las compañías recurren al poder judicial, que ha sido poco expedito. Los datos extraídos del último Reporte de Gestión de la CVM ratifican esta característica. En 2007, la CVM promovió la inscripción en el registro de deudores de la República de 41 casos relativos a la tasa de fiscalización (que incide sobre las compañías y personas que actúan en el MBC) y de 46 multas, alcanzando el *stock* de ejecuciones fiscales juzgadas por la CVM un total de aproximadamente 16.330. El valor de los pagos al contado referentes a la tasa de fiscalización alcanzó R\$ 2.09 millones y las multas R\$ 2.06 millones. Son valores poco significativos cuando se comparan con los valores actualizados de las ejecuciones fiscales en marcha, que totalizan R\$ 366.78 millones en relación con la tasa de fiscalización y R\$ 84.09 millones en lo que atañe a las multas (CVM, 2008, pp. 77-78).

Más allá del tema de las multas, se deben destacar tres iniciativas recientes de la CVM: a) los votos en las asambleas *on line*; b) el detalle de las remuneraciones de los administradores y de los factores de riesgo; y c) la tendencia en la dirección de las normas internacionales de contabilidad.

En cuanto al proceso de votación, la legislación brasileña exige que las asambleas de accionistas sean realizadas en las sedes sociales de las empresas, muchas veces localizadas a lo largo de los centros financieros del país, dificultando la presencia de los accionistas minoritarios. A mediados de 2008, la CVM divulgó una disposición según la cual los votos pueden ser recibidos electrónicamente. Para 2009, la CVM emitirá instrucción acerca de las asambleas (Valenti, 2008c).

En diciembre de 2008, la CVM colocó en audiencia pública una minuta llamada “Nueva 202”, que revisa por completo las reglas para la concesión y actualización de registro de las compañías abiertas. Las sugerencias de los participantes en el MBC deben estar bien encaminadas hacia finales de marzo de 2009. Una de las modificaciones más polémicas se refiere al tema de la remuneración de los administradores. Actualmente, la regla sólo exige que la remuneración global de los administradores (consejeros y directores ejecutivos, conjuntamente) sea divulgada. La propuesta de la CVM es que, para las empresas con acciones negociadas en la bolsa, el nivel de transparencia aumente considerablemente al hacer obligatorio divulgar la remuneración para cada consejero y director. Además de eso, será necesario informar si es remuneración fija o variable, de corto o largo plazo, más allá de los criterios que calculan los montos previstos. El tema de las remuneraciones de los administradores –asunto que enfrenta resistencias a la luz del argumento de que los ejecutivos son más vulnerables a la violencia– es sólo uno de los aspectos de la reformulación completa del Formulario de Informaciones Anuales (IAN), que pasará a ser denominado Formulario de Referencia y exigirá el mismo nivel de información que la compañía presenta en un prospecto de oferta pública (Vieira, 2008).

La misma minuta sugiere un mayor detalle en los factores de riesgo que puedan influir en la decisión de inversión y la estructura organizacional de control de gestión de riesgos en especial;

factores relacionados con: a) el emisor; b) su controlador o grupo de control; c) sus accionistas; d) sus firmas controladas y relacionadas; e) sus proveedores; f) sus clientes; g) los sectores de la economía en los cuales el emisor actúe; h) la regulación de los sectores en que el emisor actúe; i) la situación política y económica de los países extranjeros donde el emisor actúe; j) el cambio, tasa de interés y carga tributaria de los países en que el emisor actúe; l) los parámetros utilizados para la gestión de esos riesgos; m) la adecuación de los controles internos; n) la operación de instrumentos financieros con objetivos diversos de protección patrimonial (*hedge*) y cuáles son esos objetivos. A partir de las sugerencias recibidas, las reglas definitivas serán elaboradas a lo largo de 2009, siendo válidas para la información proporcionada en 2010.

En el ámbito del proceso de convergencia hacia las normas internacionales de contabilidad, la CMV editó 16 nuevas normas en 2008, entre ellas: a) la demostración de los flujos de caja; b) la demostración del valor agregado; c) el ajuste al valor presente; d) el activo intangible; e) la divulgación sobre partes relacionadas; f) los efectos de los cambios en las tasas de cambio y la conversión de las demostraciones financieras; g) el pago basado en acciones. Las 16 normas deben ser seguidas en la divulgación del balance anual relativo al ejercicio de 2008. Para 2009 están previstos 28 pronunciamientos más, que entrarán en vigor en el primer trimestre de 2010 (Valentí, 2008e). Se trata de un esfuerzo substancial para lograr la mencionada convergencia, que tiende a favorecer la atracción de inversiones internacionales. Como señalan Young y Guenter (2003, p. 554), citados por Malaquias (2008, p. 23): “una barrera potencial para la movilidad internacional de capitales es la diferencia entre inversionistas domésticos y extranjeros en cuanto a los costos para obtener información”.

H. CONCLUSIONES Y RECOMENDACIONES

El MBC ha vivido momentos importantes en los últimos tiempos. Actualmente, como producto de la elevada turbulencia de la economía global, enfrenta una volatilidad excesiva. No compartimos la interpretación fruto de una visión más pesimista, pues no todo es producto de una burbuja especulativa. Hemos analizado varios factores positivos –tanto en el ámbito macroeconómico, como en términos del MC propiamente dicho– que también fueron determinantes para el fortalecimiento reciente del MBC.

Por otra parte, algunos problemas estructurales del MBC no han sido superados aún. Más aún, no se descarta la posibilidad de una atrofia del MBC como consecuencia de un escenario internacional desfavorable. Como se observa, la economía mundial cambió drásticamente pasando de una situación marcada por el exceso de liquidez a otra caracterizada por la interrupción de los flujos financieros. Cualquier ejercicio analítico en este momento tendría severas limitaciones dada la gravedad de la crisis y la incapacidad de prever sus implicaciones.

El cuadro V.5 señala las principales características del MBC, desde el punto de vista histórico y de la nueva configuración que se ha ido consolidando a partir de mediados de esta década. Se mantienen, sin embargo, dos problemas estructurales: a) la alta concentración en pocas acciones y b) la baja liquidez. El primero es difícil de superar, pues aunque la economía brasileña tiene una estructura productiva diversificada, se ha fortalecido la participación de las empresas multinacionales, que usualmente prefieren mantener sus acciones listadas en plazas financieras de mayor densidad. Así mismo, en un escenario exageradamente optimista en el cual el país se vería poco afectado por la crisis internacional, es poco probable que nue-

Cuadro V.5
CARACTERÍSTICAS DEL MERCADO BRASILEÑO DE CAPITALES (MBC)

	Situación histórica	Situación actual
Capitalización bursátil	Baja	Buena
Volumen transado	Bajo	Bajo, pero creciente
Número de emisiones primarias	Bajo	Elevado en 2006 y 2007. Bajo en 2008.
Evolución del número de compañías abiertas	Reducción	Aumento en 2007. Reducción en 2008.
Grado de concentración de negocios	Elevado	Elevado
Liquidez	Baja	Baja

Fuente: Elaboración propia.

vas empresas listadas tengan la capacidad de disminuir la prominencia de los actuales *blue chips* en el volumen tranzado.

La segunda debilidad –la baja liquidez– es también otra característica difícil de modificar, pues está asociada al elevado grado de concentración accionaria. Como los bloques y familias controladoras no tranzan sus acciones con frecuencia, por tratarse de una inversión de largo plazo, el volumen disponible para negociar acaba siendo restringido. Esto configura una de las características principales del PBGC (cuadro V.6).

Algunas características de la GC parecen difíciles de cambiar en el corto plazo, porque dependen de los cambios de leyes y/o de la reforma del Poder Judicial. Sobre este último, sólo una reforma profunda del mismo impediría que las empresas consiguiesen dilatar por tanto tiempo el pago de multas. La influencia de la mala calidad del Poder Judicial como factor inhibitor de mayor desarrollo del MBC es analizado por Pinheiro (2004).

En cuanto a las leyes, aparentemente no se encuentra en la agenda política de Brasil promulgar una segunda ley del MC. Si esta interpretación fuese correcta, se debería privilegiar la mejora de aspectos específicos en lugar de intentar cambiar drásticamente tanto la forma de funcionamiento del MBC como las características del PBGC.

En relación con la GC, la estructura de propiedad ha mostrado cambios importantes producto de las IPO y del listado diferenciado de Bovespa. En el mismo sentido, se constata la disminución de la participación de las acciones sin derecho a voto. Pero, en caso de que el número de IPO continúe bajo, como se ha observado durante 2008, las posibilidades de profundizar en las trayectorias recién iniciadas se reducirán considerablemente. *Así, el esfuerzo por perfeccionar la GC se debería concentrar en las cuestiones de buenas prácticas y políticas públicas. Esto, por su parte, involucra tanto la actuación de la CVM, como la de los demás participantes del MBC.*

En noviembre de 2008 Bovespa estableció una Cámara Consultiva para revisar las normas del listado diferenciado. Se prevé que tomará por lo menos seis meses terminar los trabajos. De todos modos, la revisión de reglas exige aprobación de dos tercios de las compañías listadas en cada segmento. A pesar de esta restricción, se trata de una oportunidad sin igual de establecer patrones más vigorosos de GC para las empresas brasileñas.

Cuadro V.6
CARACTERÍSTICAS DEL PATRÓN BRASILEÑO DE GOBERNANZA CORPORATIVA (PBGC)

	Situación histórica	Situación actual
Control accionario	Concentrado	Concentrado, aunque el NM ya representa 18% del valor de capitalización.
Clases distintas de acciones	Muy frecuente	Muy frecuente, pero la proporción de las acciones sin derecho a voto está disminuyendo.
Proporción de empresas con control accionario diluido en la Bolsa de Valores	0%	8%
Tag along	Inexistente entre 1997 y 2001	80% para acciones con derecho a voto. Inexistente para acciones sin derecho a voto.
Proporción de consejeros independientes	Baja	Baja, aunque creciente
Procesos del consejo de administración	Informal	Creciente formalidad, pero con necesidad de mayor difusión de comités
Nivel de revelación (<i>disclosure</i>)	Baja	Baja
Procesos juzgados por la CVM	Pocos casos, con elevado tiempo promedio para sentencia	Número creciente de casos, pero con elevado tiempo promedio para sentencia
Capacidad de cobranza de las multas por parte de CVM	Baja	Baja

Fuente: Elaboración propia.

De acuerdo con Valenti (2008b), dos de los temas que merecerán atención por parte de la mencionada Cámara Consultiva son: las *poison pills* y el modelo de incorporación (o adquisición original). Sería oportuno utilizar esta revisión de las reglas del listado diferenciado para inducir mejoras en cuanto a la composición y al funcionamiento de los CA. Por esto, es recomendable cambiar la participación de los consejeros independientes:

- a. En las compañías listadas en el NM, la proporción obligatoria debe pasar de 20% a, por lo menos, 50%.
- b. En las empresas listadas en el Nivel 2, que la participación mínima aumente de 20% a 40%.
- c. En las firmas listadas en el Nivel 1, que la proporción obligatoria mínima se establezca en 20%.

Es claro que esta medida aislada no será capaz de alterar drásticamente el PBGC, siendo necesario que ella venga combinada con otras iniciativas. En lo que se refiere al CA, sería

recomendable que todas las empresas listadas en el NM (por lo menos) fuesen obligadas a constituir un comité de auditoría, con participación predominante de representantes de accionistas minoritarios. Aunque haya cierta resistencia a implantar comités, por el aumento de la burocracia, la formalización de las actividades del CA parece ser una tendencia irreversible, que puede ser acelerada por medio de las reglas del listado diferenciado.

La CVM, manteniendo las limitaciones presupuestarias, tiene que mostrarse bastante más activa. Es claro que siempre hay espacio para mejoras institucionales, aun más cuando se toma en consideración que la GC es un proceso continuo y no estático. No obstante, con las consecuencias de las mejoras provenientes de las tres iniciativas recientes de la CVM, otras cuestiones adquirirán relevancia. Sobre este punto, parecería ser más útil que la propuesta de política para la CVM tenga un carácter más amplio. Por esto, se recomienda a la CVM que revise su Código de Buenas Prácticas de Gobernanza Corporativa (Cbpgc) y lo haga obligatorio, con base en el principio “cumplir o explicar” (*comply or explain*). En el mercado, este documento de la CVM es usualmente llamado “manual” o “cartilla”.

De acuerdo con Silveira y Saito (2008, p. 11-14), la CVM divulgó su Cbpgc en 2002, pero no hay revisiones posteriores. Por su parte, el IBGC hizo público su Cbpgc (en 1999), así como dos actualizaciones (una en 2001 y otra en 2004; se espera una nueva versión para 2009). En líneas generales, el Código de la CVM enfatiza los temas relacionados con la estructura de propiedad y con los derechos de los accionistas, al mismo tiempo que el IBGC destaca el CA. No obstante, el Código del IBGC es considerado más amplio que el de la CVM. Es importante mencionar que los dos códigos son voluntarios; consecuentemente, las compañías no tienen que adoptar sus recomendaciones, ni tampoco divulgar su nivel de adecuación a ellas. La nueva versión del Código del IBGC, en proceso, abordará una serie muy interesante de recomendaciones. Algunos de los cambios más importantes son presentados en los comentarios de Heloisa Bedicks al presente artículo.

La página inicial de la cartilla de la CVM –*ver CVM (2002)*– contiene la siguiente explicación:

Esta cartilla contiene recomendaciones de la Comisión de Valores Mobiliarios –CVM– relativas a buenas prácticas de gobernanza corporativa. La adopción de tales prácticas comúnmente significa la utilización de patrones de conducta superiores a los exigidos por la ley, o por la reglamentación de la propia CVM. Por esto, esta cartilla no constituye una norma cuyo incumplimiento sea posible castigar por la CVM. Sin perjuicio de afirmar, la CVM exigirá brevemente la inclusión en las informaciones anuales de las compañías abiertas del nivel de adhesión a las prácticas aquí recomendadas, en la forma ‘practique o explique’, esto es, ante la no adopción de una recomendación, la compañía podrá explicar sus razones.

El problema es, conforme Silveira y Saito (2008, p. 13), que la exigencia de “cumplir o explicar” nunca pasó a ejercerse de hecho. Por tanto, se hace necesario que la CVM, después de las necesarias actualizaciones, convierta el Cbpgc en obligatorio, en los términos del “cumpla o explique”, como era su intención inicial en 2002. Esto permitirá que los inversionistas –domésticos y extranjeros– puedan avalar las prácticas de GC a un bajo costo.

En términos de recomendaciones para las empresas, la lista podría ser interminable pues existen varios mecanismos por los cuales las compañías pueden –y deben– ir más allá de las exigen-

cias legales y de las sugerencias de los Cbpgc. No obstante, una forma más práctica de elaborar recomendaciones es seguir los criterios utilizados por el IBGC para conceder el premio anual relativo a las mejores prácticas de GC en Brasil. Considerando que, en 2008, la media fue de 9,8 puntos (de un total de 20 posibles), se puede concluir que aún existe un buen espacio para mejorar. El cuadro V.7 muestra el desempeño promedio de las compañías brasileñas por criterio.

Respecto al cuadro V.7, cabe destacar que para cuatro de los veinte criterios evaluados por el IBGC, la media fue inferior a 10%, mostrando resultados bastante insatisfactorios respecto a: a) transacciones con partes relacionadas; b) posibilidad de préstamos para los accionistas controladores y partes relacionadas; c) divulgación de las remuneraciones de los administradores; d) falta de mecanismos que faciliten la participación de los accionistas en las asambleas anuales.

En función de la crisis económica reciente –y de los correspondientes impactos financieros negativos– dos temas son cruciales para la discusión actual de la GC en Brasil: *disclosure* y gestión de riesgos (recuérdese que dichos aspectos están interrelacionados). Hay una mejoría en términos de revelación de información o *disclosure* de las empresas brasileñas. Lopes y Alencar (2008) desarrollaron un índice de transparencia basado en 47 preguntas y aplicado a las empresas que formaban parte de Ibovespa en 1998, 2000, 2002, 2004 y 2005. Las respuestas fueron sacadas de los reportes anuales y la conclusión apuntó a una mejoría del promedio general de transparencia medida por el índice, que pasó de 24% (en 2000) a 54% (en 2005). Sin embargo, los autores concluyeron que la transparencia es baja.

En lo que se refiere al nivel de revelación de información, el debate se ha intensificado por el hecho de que algunas empresas brasileñas luchan con grandes prejuicios como la exposición al mercado cambiario, como producto de la desvalorización de la moneda brasileña frente al dólar norteamericano. La gestión de los riesgos por parte de las empresas, el papel de la auditoría y los mecanismos de divulgación al mercado están en el orden del día.

De acuerdo con Malaquias (2008), teniendo en cuenta el proceso de convergencia hacia las normas contables internacionales es interesante analizar la distancia existente entre el nivel de *disclosure* de las informaciones financieras de empresas brasileñas en relación con las exigencias dispuestas por el IASB, a lo largo del período 2002-2006. El autor concluye que las prácticas de *disclosure* de los reportes contables suministrados al mercado de capitales brasileño (las informaciones cubren sólo el 38% de las exigencias de *disclosure* de instrumentos financieros) están más distantes de las exigencias internacionales que los informes contables suministrados por las mismas empresas al mercado norteamericano (53%).

Retomando el tema de la GC, parece oportuno resaltar el argumento desarrollado por Rogers y Ribeiro (2004) de que el MC está influido por una compleja gama de factores, no siendo la GC suficiente, por sí sola, para apalancar el financiamiento. Las expectativas de los mercados nacionales e internacionales (influenciados por el Riesgo Brasil) y la confluencia de los títulos públicos brasileños (influenciada por las tasas de interés) son variables condicionadas y que afectan el MBC, aunque las prácticas de GC sean adecuadas.

El MBC fue capaz de atraer muchos inversionistas extranjeros, aprovechando el exceso de liquidez de la economía mundial. Aunque la duración y los desdoblamientos de la crisis internacional se presentan como temas sin respuesta, parece claro a estas alturas que el volumen de flujos financieros ya fue fuertemente afectado. En ese contexto, la atracción de inversionistas internacionales será cada vez más dependiente de factores endógenos a Brasil y a sus

Cuadro V.7
DESEMPEÑO DE LAS EMPRESAS EN EL PREMIO DEL IBGC

Dimensión de la GC	#	Pregunta	% SI 2008 (n = 404 empresas)
Divulgación de información	1	¿Existe algún documento público de la compañía que incluya informaciones sobre las políticas y mecanismos para lidiar con situaciones que envuelven conflictos de interés y/o transacciones con partes relacionadas?	0,2
	2	¿La empresa divulga información sobre la remuneración de los administradores, desagregando el porcentaje que paga al consejo de administración y al equipo de directores ejecutivos, e informando la proporción pagada bajo la forma de remuneración fija y variable?	6,2
	3	¿Los auditores independientes no reportaron ningún desentendimiento con las declaraciones financieras de la compañía en los últimos 5 años?	78,2
	4	¿La empresa mantiene un área de Relaciones con Inversionistas en su website, siendo posible bajar de allí el Informe Anual?	66,6
	5	¿La empresa pone a disposición, en su website, las presentaciones hechas para los analistas de mercado?	47,8
	6	¿El Informe Anual tiene una sección específica dedicada a la implementación de los principios de gobernanza corporativa?	55,9
Composición y funcionamiento del consejo de administración	7	¿El Presidente del consejo de administración y el CEO de la empresa son personas diferentes?	68,8
	8	¿La empresa tiene comités del consejo de administración evidenciados en informaciones públicas (Estatuto social, Informe Anual, website)?	23,0
	9	¿El consejo está formado exclusivamente por consejeros externos, con excepción del CEO?	76,0
	10	¿El consejo está conformado por 5 a 9 miembros?	68,1
Ética y conflicto de intereses	11	¿Los miembros del consejo ejercen mandatos de uno a dos años?	73,3
	12	¿La relación entre el número de acciones sin derecho a voto y el total de acciones es menor al 20%?	44,8

(Continúa en la página siguiente)

(Continuación cuadro V.7)

13	¿La relación entre las acciones con derecho a voto del grupo controlador es igual o menor que la del grupo controlador en relación con el total de acciones de la compañía?	42,6
14	¿Los estatutos de la compañía prohíben préstamos para accionistas controladores y otras partes relacionadas?	2,5
15	¿Los estatutos de la empresa facilitan la participación de los accionistas en las asambleas anuales, no requiriendo el envío anticipado de toda la documentación y adoptando el principio de la buena fe?	0,7
16	Al menos una de las preguntas es verdadera: a) ¿La compañía concede a cada acción un voto? b) ¿La firma posee acciones sin derecho a voto, otorgando tal derecho a determinados temas relevantes, tales como adquisiciones, fusiones o grandes inversiones/desinversiones?	35,4
17	¿La compañía garantiza el derecho de <i>tag along</i> por arriba de lo legalmente exigido?	36,6
18	¿Existen estructuras piramidales que reducen la concentración de control de los efectivos accionistas controladores?	33,2
19	¿Los acuerdos de accionistas no vinculan o restringen la votación de los consejeros, y tampoco indican alguno administrador para la empresa?	73,5
20	¿El <i>free-float</i> es igual o superior a 25%?	74,5

Fuente: Instituto Brasileño de Gobernanza Corporativa (IBGC).

empresas. Lo que corresponde hacer a las autoridades nacionales para mejorar las prácticas de GC es inducir la búsqueda de mecanismos de diferenciación frente a los competidores.

Bibliografía

- Amendolara, C. (2009). Os fatos dão a resposta: trecho referente à publicação dos balanços foi propositalmente suprimido do texto da lei. *Capital Aberto*, v. 6, n. 67, p. 42.
- Alves, L. F. (2008). As Aberturas de capital antes e depois da turbulência. *Valor Econômico*, 13 de outubro octubre de 2008, p. D2.
- Assaf Neto, A.; Lima, F. G. y A. M. P. Araújo (2007). *A realidade da concentração do capital no Brasil: um estudo comparativo com outras economias emergentes*. Ribeirão Preto: FEA-RP/USP.
- Barros, J. R. M.; Scheinkman, J. A.; Cantidiano, L. L.; Goldenstein, L.; Silva, T. M. F. D. y A. G. Carvalho (2000). *Desafios e oportunidades para o mercado de capitais brasileiro*. São Paulo: Bovespa.
- Bellato, L. L. N.; Silveira, A. D. M. y J. R. F. Savoia (2006). Influência da estrutura de propriedade sobre a taxa de pagamento de dividendos das companhias abertas brasileiras. *30º Enanpad*, Salvador: Anpad.
- Berle, A. A. y G. C. Means (1987). *A moderna sociedade anônima e a propriedade privada*. São Paulo: Nova Cultural.
- Black, B.S.; Carvalho, A. G. y E. Gorga (2008). *An Overview of Brazilian Corporate Governance*. University of Texas Law School, Law and Economics Research Paper, 109.
- Brasil. *Lei nº 6.404/76. Exposição de motivos*.
- . *Lei nº 10.303/01*.
- . *Lei nº 11.638/07*.
- Capozoli, R. (2008). Appetite do setor privado para investir é firme, Diz Coutinho. *Valor Econômico*, 19 de diciembre de 2009, p. F-2.
- CVM (2002). *Recomendações da CVM sobre governança corporativa*. Rio de Janeiro: Comissão de Valores Mobiliários.
- (2008). *Relatório de gestão 2007*. Rio de Janeiro: Comissão de Valores Mobiliários.
- De La Torre, A. y S. Schmukler (2004). *Whiter Latin American Capital Markets?* Washington DC: World Bank.
- Deloitte (2008). *Lei 11.638: mudanças nas práticas contábeis no Brasil*. São Paulo: Deloitte.
- De Paula, G. M. y L. E. Stanley (2006). Governabilidad corporativa en América Latina: estructura patrimonial, prácticas y políticas públicas. En: De Paula, G.M; Ferraz, J.C. y G. Núñez (organizadores). *Governabilidad corporativa, responsabilidad social y estrategias empresariales en América Latina*. Santiago y Bogotá, CEPAL y Mayol Ediciones, pp. 77-128.
- De Paula, G.M. y E.S. Romanielo (2009). *Corporations à Brasileira*. En: IBGC (organização). *Governança corporativa: estrutura de controles societários*. São Paulo: Saint Paul Editora e Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC), pp. 55-75.
- Dutra, M.G.L. y R. Saito (2001). *Conselho de administração: análise de sua composição em um conjunto de companhias abertas brasileiras*. *25º Enanpad*. Campinas: Anpad.

- Fontes FO., J. R. (2009). A atuação dos fundos de pensão no fortalecimento das práticas de governança corporativa no Brasil. En: IBGC (organização). *Governança corporativa: estrutura de controles societários*. São Paulo: Saint Paul Editora e Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC), pp. 219-234.
- Freire, V.T. (2008). Finanças e mundo “real”. *Folha de São Paulo*, 8 de febrero de 2008.
- Gorga, E. (2004). A cultura brasileira como fator determinante na governança corporativa e no desenvolvimento do mercado de capitais. *Revista de Administração*, v. 39, n. 4, pp. 309-326.
- (2008). *Changing the Paradigm of Stock Ownership from Concentrated Towards Dispersed Ownership? Evidence from Brazil and Consequences for Emerging Countries*. Cornell Law School – Fundação Getúlio Vargas.
- Gregório, D. (2008). Fatos relevantes. *Capital Aberto*, v. 6., n. 61, pp. 44-47, septiembre.
- IBMEC (2008). *Plano diretor do mercado de capitais – 2008*. Rio de Janeiro: Instituto Brasileiro do Mercado de Capitais (IBMEC).
- Kenyon, T. (2004). *Constructing Corporate Governance in Brazil, Chile & Mexico*. Princeton: Princeton University.
- KPMG (2007). *2º Estudo sobre as melhores práticas de governança corporativa no Brasil e nos Estados Unidos – 2007: Base - Relatório Anual 20-F*. São Paulo-Rio de Janeiro: KPMG.
- (2008a). *Lei 11.638/07 Altera a Lei das SAs (Lei 6.404/76): resumo dos principais impactos*. São Paulo-Rio de Janeiro: KPMG.
- KPMG (2008). *A governança corporativa e o mercado de capitais: um panorama atual das corporações brasileiras na Bovespa e nas bolsas norte-americanas*. São Paulo-Rio de Janeiro: KPMG e Centro de Estudos da Governança Corporativa FIEP/CAF/USP.
- Leal, R.P.C., Carvalhal, A.; Aloy Jr., R. y G. Lapagesse (2000). Estrutura de controle e valor de mercado das empresas brasileiras. *24º Enanpad*. Florianópolis: Anpad.
- Leal, R.P.C y C.L. Oliveira (2002). An Evaluation of Board Practices in Brazil. *Corporate Governance: International Journal of Business in Society*, v. 2, n. 3, pp. 21-25.
- Lopes, A.B. y R.C. Alencar (2008). *Disclosure and Cost of Equity Capital in Emerging Markets: the Brazilian case*.
- Malaquias, R. F. (2008). *Disclosure de instrumentos financeiros segundo as normas internacionais de contabilidade: evidências empíricas de empresas brasileiras*. Uberlândia: Faculdade de Gestão e Negócios/Universidade Federal de Uberlândia (Dissertação de Mestrado).
- Maschio, J. (2008). Polícia Federal prende 24 suspeitos em SC e SP na Operação Influenza. *Folha de São Paulo*, 21 de junio de 2008.
- Mckinsey Global Institute (2008). *Mapping Capital Global Markets: Fifth Annual Report*. San Francisco: McKinsey Global Institute;
- Muto, S. (2008). Sob Revisão. *Capital Aberto*, v. 6, n. 61, pp. 20-23, septiembre.
- Pavini, A. (2008). Todos querem votar. *Valor Econômico*, 4 de septiembre de 2008, p. D1.
- Pinheiro, A. C. (2004). *Mercado de capitais e crescimento econômico: em direção a uma agenda de reformas*. Rio de Janeiro: Associação Nacional dos Bancos de Investimento (Anbid);
- Prado, R. N. (2005). *Oferta pública de ações obrigatória nas S.A – tag along*. São Paulo: Quartier Latin.

- Rogers, P. y K. Ribeiro (2004). *Governança corporativa e limites para o desenvolvimento do mercado de capitais nacional: análise do Risco Brasil*. Uberlândia: Fagen/UFU.
- (2006) *Governança corporativa, mercado de capitais e crescimento econômico no Brasil*. Uberlândia: Fagen/UFU (Dissertação de Mestrado).
- Rosa, R. S. (2004). *ADR e sua influência na cotação da empresa no Brasil*. Florianópolis: Departamento de Ciências Econômicas/ Universidade Federal de Santa Catarina (monografia final de curso).
- Rossi, M.C ; Prado, V. M. y A.D.M. Silveira (2007). Regulador em ação. *Capital Aberto*, v. 4, n. 47, pp. 70-71, julio.
- Santana, M. H. (2008) The 'Novo Mercado' in: Santana, M. H.; Ararat, M.; Alexandru, P. y B. B. Yortoglu. *Focus 5 – Novo Mercado and its Followers: Case Studies in Corporate Governance Reform*. Disponible en: <[http://www.ifc.org/ifcext/cgf.nsf/AttachmentsByTitle/Focus+5/\\$FILE/Novo+Mercado+text+screen+4-21-08.pdf](http://www.ifc.org/ifcext/cgf.nsf/AttachmentsByTitle/Focus+5/$FILE/Novo+Mercado+text+screen+4-21-08.pdf)>. Consultada el 30 de agosto de 2008.
- Sciarretta, T. (2008). Em cada 3 balanços, 1 está irregular, aponta pesquisa. *Folha de São Paulo*, 18 de agosto de 2008.
- Shleifer, A., y R. W. VISHNY (1996). *A Survey of Corporate Governance*. Cambridge: National Bureau of Economic Research (Working Paper 5534).
- Silveira, A. D. M. (2008a). Os desafios da governança: ir além do Novo Mercado. *Valor Econômico*, 1º de agosto de 2008, p. D2.
- Silveira, A. D. M. (2008b). *Os mitos da governança corporativa no Brasil*. São Paulo: Centro de Estudos em Governança Corporativa/FIPECAFI/Universidade de São Paulo.
- Silveira, A. D. M. y R. Saito (2008). *Corporate Governance in Brazil: Landmarks, Local Codes of Best Practices, Current Level of Compliance and Main Challenges*. Disponible en: <<http://ssrn.com/abstract=1268485>>. Consultada el 15 de diciembre de 2008.
- Silveira, H. P. (2008). *Dupla listagem e estrutura de capital: uma análise das empresas brasileiras emissoras de ADRs*. São Paulo: Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade/Universidade de São Paulo (Tese de Doutorado).
- Souza, T. M. G. (2005). *Governança corporativa e o conflito de interesses nas sociedades anônimas*. São Paulo: Atlas.
- Valenti, G. (2008a). Novo modelo de negócios expõe brecha da Lei. *Valor Econômico*, 3 de septiembre de 2008, p. D6.
- Valenti, G. (2008b). Revisão do Novo Mercado debate uso das 'Pflulas'. *Valor Econômico*, 18 de noviembre de 2008.
- (2008c). Assembléias online já podem começar. *Valor Econômico*, 8 de diciembre de 2008.
- (2008d). Time For Fun é quarta a cancelar registro na CVM. *Valor Econômico*, 18 de diciembre de 2008.
- (2008e). Convergência de normas terá ritmo acelerado em 2009. *Valor Econômico*, 19 de diciembre de 2008.
- & M. Camarotto (2008). Prêmio de controle sai de cena nas operações do Novo Mercado. *Valor Econômico*, 19 de septiembre de 2008, p. D3.
- Vieira, C. (2008). Divulgação individual da remuneração promete polêmica. *Valor Econômico*, 29 d.

COMENTARIO DE HELOISA BELOTTI BEDICKS AL ESTUDIO DE CASO DE BRASIL
DE GERMANO M. DE PAULA

Felicito al Profesor Germano Mendes de Paula por el trabajo realizado. En este artículo se abordaron aspectos importantes sobre el patrón brasileño de GC y el mercado de capitales. De forma clara y objetiva fue relatada la realidad del mercado de capitales brasileño, los avances en la adopción de prácticas de GC, así como los problemas aún no superados. Sus recomendaciones abarcan tanto las políticas públicas como las conductas empresariales. Por la lectura de este trabajo, se puede verificar que entre principios de la década de 1990 y el 2006 fueron pocos los años en que no se produjo una reducción en el número de empresas listadas en bolsa.

Algunas acciones mencionadas en el trabajo, tales como la modificación de la Ley 6.404 conocida como Ley de las SA; el lanzamiento del Código de Mejores Prácticas de Gobernanza Corporativa por el IBGC en 1999, revisado en 2001 y 2004, y actualmente en un nuevo proceso de revisión; el lanzamiento del Plan Director del Mercado de Capitales entre otras, fueron esenciales para la diseminación de la GC en Brasil y para el fortalecimiento del mercado de capitales.

Como lo mencionó Germano, con el lanzamiento de los Niveles Diferenciados de GC por Bovespa a finales de 2000 –pasado el período de entendimiento y aceptación por el mercado de las nuevas reglas y una mayor confianza por parte de los inversionistas en las empresas que gradualmente fueron adhiriéndose a estos niveles diferenciados– se inició en 2004 un ciclo de nuevos IPO, culminando en 2007 con 63 empresas entrando al mercado de capitales. Sin embargo, el primer semestre de 2008 muestra una disminución en el ritmo de IPO igual que antes del agravamiento de la crisis internacional. No hay respuesta para la pregunta planteada por el autor sobre si los dos años de intenso movimiento de apertura de capital fueron resultado de una burbuja especulativa. Yo prefiero afirmar que no y decir que la entrada de nuevas empresas en el mercado de capitales brasileños en el bienio 2006/2007 fue resultado de los cambios ocurridos en el escenario nacional, principalmente, por iniciativas institucionales y gubernamentales que pretendían aumentar el acceso al capital en función de sus prácticas de GC.

En mi comentario me concentraré sólo en algunos puntos que se podrían agregar al trabajo, con miras a mejorarlo. Estos puntos son los siguientes:

1. Beneficios privados de control. En la primera parte del trabajo, el autor hace una breve revisión histórica del mercado brasileño de capitales y describe el modelo de control existente en dicho mercado. Sugiero que se agreguen también comentarios sobre los beneficios privados de control provenientes de la concentración de capital.
2. Cambio en la Ley de S.A. El autor menciona que la Ley 11.638 “puede ser entendida como un paso importante para mejorar las prácticas de *disclosure* en Brasil”. Me gustaría agregar que el proyecto de ley (PL. 3741) para modificar la parte contable de la Ley de SA, tramitado en la Cámara y en el Senado por dos décadas antes de ser

aprobado, quedó corto para las expectativas del mercado. Del texto final se anuló la obligatoriedad de que las grandes empresas de capital cerrado, como por ejemplo las subsidiarias de multinacionales, publicaran sus estados financieros. Las empresas de capital cerrado en Brasil no tienen obligación de ningún tipo de *disclosure* de sus estados financieros. Queda mi sugerencia para que esa observación sea agregada en el texto.

3. Nivel 1. En relación con los Niveles Diferenciados de GC del BM&F Bovespa, sugiero que se incluya la observación de que la gran mayoría de las empresas que adhirieron al Nivel 1 en 2001 continúan en este nivel, no habiendo emigrado a los niveles con requisitos más estrictos de prácticas de GC (N2 y NM). Me refiero a las mayores instituciones financieras de Brasil, como el Itaú/Unibanco, Bradesco, etc.
4. Instrucción Normativa 202. Otro punto hace relación a la minuta de la Instrucción Normativa 202 de la CVM. Además de los puntos mencionados por el autor –la discusión sobre la remuneración de los administradores y la exigencia del mismo nivel de información que la compañía presta en un prospecto de oferta pública–, sugiero que se agregue que esta minuta sugiere un mayor detalle en los factores de riesgo que puedan influir la decisión de inversión y estructura organizacional de control de gestión de riesgos, en especial aquellos relacionados con: el emisor; su controlador o grupo de control; sus accionistas; sus controladas y relacionadas; sus proveedores; sus clientes; los sectores de la economía en los cuales el emisor actúe; la regulación de los sectores en que el emisor actúe; la situación política y económica de los países extranjeros donde el emisor actúe; el cambio en tasa de interés y carga tributaria de los países en que el emisor actúe; los parámetros utilizados para la gestión de esos riesgos; la adecuación de los controles internos; y si el emisor opera instrumentos financieros con objetivos diversos de protección patrimonial (*hedge*) y cuáles son esos objetivos. En el segundo semestre de 2008, grandes empresas brasileñas fueron cuestionadas por sus estructuras de control de gestión de riesgos, una vez que utilizaron instrumentos financieros derivados para especulación y operaciones financieras de corto plazo.
5. Prácticas incipientes de GC. Otro punto que merece ser incluido es que, sin contar la cantidad de las empresas listadas en bolsa, hay un vasto número de grandes empresas con prácticas incipientes de GC.

Lo que puede ser mejorado en Brasil y está siendo revisado en el nuevo código del IBGC, relacionase a:

- a. Participación en Asambleas. El autor menciona que la CVM emitirá una instrucción sobre las asambleas. El nuevo código propone que sea adoptado el principio de la buena fe, el *webcast*, la transmisión en línea, la votación electrónica, lista de accionistas, manual de participación, votación por *proxy*, etc.
- b. Evaluación de desempeño del CA. Instauración de procesos eficientes de evaluación de desempeño de los CA. La evaluación individual de los consejeros –particularmente en los aspectos de frecuencia y participación en las reuniones– es fundamental para una posible reelección con particular atención en la asiduidad, nivel de involucramiento en las actividades, otras actividades ejercidas por el consejo y en qué medida

ellas restringen su participación o atención. Se recomienda que el proceso, así como los resultados de la evaluación, sean divulgados a los socios, mediante la inclusión de un ítem específico en el reporte de la administración.

- c. *Board Interlocking*. Discusión de la participación de consejeros independientes “estrellas” / *board interlocking*. El consejero debe informar a los demás miembros del consejo sobre cualquier otro consejo (administración, fiscal y consultivo) del que él forme parte, inclusive de organizaciones del sector terciario. El objetivo no es sólo observar la existencia de posibles conflictos de interés, sino también verificar que el referido consejero disponga del tiempo necesario para cumplir con su responsabilidad. En caso contrario, el consejo debe evaluar la conveniencia de la continuidad o retiro del consejero. Estas informaciones, así como aquellas relativas a la actividad principal del consejero, deben ser divulgadas y estar disponibles en los informes y otros medios de comunicación de la organización.
- d. *Comités del consejo*. Los comités son órganos auxiliares, accesorios del CA. Su existencia no implica delegar las responsabilidades que competen al CA como un todo. Varias actividades del CA, que demandan mucho tiempo –no siempre disponible en las reuniones– pueden ser ejercidas con más profundidad por comités específicos. Se pueden formar diversos comités: comité de auditoría, de RRHH, de GC, de finanzas, sustentabilidad, etc. Los comités estudian los asuntos de su competencia y preparan las propuestas para el consejo. El material necesario para el examen del consejo deberá estar disponible junto con la recomendación de voto. Sólo el consejo tiene poder de decisión. El reglamento interno del consejo debe orientar la formación y composición de los comités, que son órganos auxiliares, accesorios del CA.
- e. *Implantación de técnicas y procedimientos de gestión de riesgos para los ejecutivos, con monitoreo sistemático del consejo*. El CA debe asegurarse de que la Dirección identifique preventivamente –por medio de un sistema de información adecuado– la lista de los principales riesgos a los cuales la organización está expuesta, su probabilidad de ocurrencia, su exposición financiera consolidada (considerando su probabilidad de ocurrencia, el impacto financiero potencial y también aspectos intangibles), así como las medidas y los planes adoptados para su prevención o minimización.
- f. *Mayor revelación o disclosure sobre el paquete de remuneraciones de los directores y consejeros, principalmente en empresas con estructura de propiedad difusa*. La remuneración total de la Dirección debe estar vinculada a los resultados, con metas de corto y largo plazo relacionadas de forma clara y objetiva con la generación de valor económico, constituyéndose así en herramienta efectiva para alinear sus intereses con los de la empresa. Las metas y métricas de remuneración variable deben ser publicadas, medidas y tiene que ser auditadas. Las organizaciones deben tener un procedimiento formal y transparente de aprobación de sus políticas de remuneración y beneficios a los ejecutivos, incluyendo los incentivos de largo plazo, pagos en acciones o en los respectivos riesgos tomando en cuenta los costos para la empresa y los riesgos involucrados, y dichas políticas deben ser divulgadas y explicadas. La divulgación debe contener la remuneración individual de los administradores (consejeros y ejecutivos) o, al menos, desagregar los valores pagos en bloques separados para cada uno de los diferentes órganos de la administración.

- g. Prioridad de la transparencia sobre el modelo y documentos de GC. Como resultado de una política clara de comunicación y de relación con las partes interesadas, la organización debe divulgar al menos en su página *web* –igual que aquellas que no están obligadas por ley– de forma completa, objetiva e igualitaria, más allá de las informaciones económico-financieras y de las exigidas por ley, informes periódicos sobre todos los aspectos de su actividad empresarial, inclusive los de orden socio-ambiental, transacciones con partes relacionadas, costos relacionados con actividades políticas y filantrópicas, remuneraciones de los administradores, riesgos, entre otras. Esos informes deben contar también con informaciones sobre las actividades del consejo y sus comités, así como el detalle del modelo de gestión y de GC. El informe anual es la más amplia y usual forma de proporcionar información a la sociedad, pero no debe ser usado como limitante de otros mecanismos y periodicidad de la comunicación de la compañía. Se deben explorar canales virtuales y otras tecnologías para buscar la rapidez y mayor difusión de la información.
- h. Definición de reglas para la negociación de valores mobiliarios por parte de administradores y controladores, incluyendo formas de monitoreo.

Capítulo VI

BUENOS GOBIERNOS CORPORATIVOS PARA LOS NEGOCIOS. EL CASO DE CHILE

Álvaro Clarke

A. INTRODUCCIÓN¹

En 1997, a raíz del escándalo societario conocido como el caso “Chispas”,² el gobierno de Chile decidió emprender una vasta reforma en el ámbito de gobierno corporativo (GC). El propio caso, además, creó las condiciones políticas para llevar adelante la iniciativa.

El objetivo fijado por el ejecutivo estipulaba la necesidad de contar con altos estándares de GC, de tal forma que se recuperara y acrecentara la confianza de los inversionistas, y se potenciara el desarrollo del mercado de capitales. Existía la convicción de que el financiamiento externo depende en gran medida de la seguridad societaria o percepción de riesgo corporativo de los inversionistas. Por tanto, una buena gobernanza debería traducirse en aumentos en el nivel de inversiones, eficacia de los mercados de capitales y mejoramiento de las compañías. Es decir, se trataba de un elemento clave para el crecimiento económico y mejoramiento del bienestar de un país.

En esa época se detectaron dos problemas básicos:

- a. *Precios de transferencia y extracción de oportunidades corporativas*: estos casos involucran extracción de valor de las compañías a nivel administrativo.
 - Precios de transferencia. Haciendo que la compañía realice transacciones con afiliados en términos no-de-mercado.
 - Desviando atractivas oportunidades de negocios desde la compañía hacia sí mismos o hacia algún(os) afiliado(s). (En este caso: persona relacionada).

En efecto, si bien existían en la ley regulaciones que obligaban a directores y ejecutivos principales a actuar en el mejor interés de la compañía, no había una regulación específica

¹ El autor agradece los comentarios de Hugo Lavados (Ministro de Economía de Chile), Georgina Núñez, Germano de Paula y Daniel Titelman.

² Más adelante se describe este caso.

que atendiera este problema, que determinara los procedimientos para realizar estas transacciones, introdujera inhabilidades y tratamientos de conflicto de interés.

- b. Grandes eventos corporativos: estos casos involucran extracción de valor de las empresas a nivel de los propietarios, particularmente a través de la captura del denominado “Premio por control”.

Lo normal era que los accionistas controladores vendieran su participación en una compañía con un gran premio por control sin que el resto de los accionistas pudieran participar en la transacción.³

La primera decisión que tomó el gobierno fue realizar estas reformas por la vía legal. La opción era adoptar un código de buenas prácticas, pero se estimó que carecería de la fuerza y efectividad suficientes. Por otro lado, se quería llevar a cabo un fuerte debate social, de tal forma que los principios de una buena GC tuvieran más impacto que el meramente referido a las sociedades que se cotizan en el mercado; para esto, la única forma era poner el debate en el parlamento.⁴

La segunda decisión fue construir un sistema que potenciara el papel de los inversionistas institucionales, particularmente las AFP, que eran accionistas minoritarios pero con el suficiente interés y capacidad para monitorear con propiedad el desempeño de las empresas. Además, éstos gestionan fondos de alto interés social, ahorro obligatorio, por lo cual, el control social sobre estos fondos es fuerte.

Finalmente, se decidió buscar materializar una reforma extensa y significativa, aunque eso significó contar con una fuerte oposición de los grupos controladores de las empresas. De hecho, esto se reflejó en numerosos artículos de prensa, entrevistas y seminarios. El ejecutivo logró alinear a los accionistas minoritarios para apoyar la propuesta, incluyendo los inversionistas institucionales, lo que fue clave para desarmar la oposición de los grupos controladores.

En este marco, el presente documento hace una revisión de la situación en Chile, abarcando su marco legal, la estructura del mercado accionario, el análisis del Caso Chispas, los efectos de la reforma al Sistema de Pensiones en la GC, y evaluaciones que muestran el desarrollo en Chile de materias de GC, entre otros elementos.

B. ANÁLISIS DEL CASO CHILENO EN EL MARCO DE LA GOBERNANZA CORPORATIVA (GC).

1. Estructura del mercado accionario

El mercado accionario chileno se caracteriza por una alta concentración de propiedad, lo que implica una baja liquidez en el mercado.

³ En varios casos el denominado premio por control superó el 100%.

⁴ Como se verá en las conclusiones finales, uno de los principales logros de esta iniciativa fue justamente impactar mucho más allá de las empresas emisoras del mercado, generando un cambio cultural importante en todo tipo de compañías, privadas y estatales.

Algunos estudios⁵ indicarían que a fines de 1998, en promedio, los tres mayores accionistas controlaban el 68,7% de la propiedad de las empresas inscritas en bolsa y el mayor accionista el 46,2%. A su vez, los conglomerados eran controlados con cerca del 57% del capital total. Incluso aquellas empresas que fueron privatizadas hacia fines de los años ochenta, dispersando su propiedad, actualmente tendrían propiedad concentrada. Otros indican⁶ que en promedio, en el año 2007, los tres mayores accionistas controlaban el 69% de la propiedad de las empresas inscritas en bolsa, y el mayor accionista un 50,7%, lo que según este estudio implicaría un aumento en la concentración de propiedad desde 1998, de 15,3 y 7,9% respectivamente. Siendo la concentración promedio para el periodo 1998-2007 de un 48,8%.

No obstante, esta alta concentración no ha significado inamovilidad en el traspaso de propiedad, estimándose que en los últimos 20 años más del 80% de las sociedades anónimas abiertas han cambiado de controlador.⁷

Esta alta concentración podría evitar los problemas de agencia relacionadas con la separación entre propiedad y control; sin embargo, podría traducirse en circunstancias que eventualmente puedan perjudicar los intereses sociales y, en esa medida, perjudicar a los accionistas minoritarios si estos se encuentran relativamente desprotegidos.

Por otra parte, y de acuerdo con lo analizado en el punto 2.d), la estructura de modelo de GC en Chile sería consistente con la del Modelo de Control debido a que, al igual que en Europa Continental y Canadá, la mayoría de las sociedades anónimas son controladas por un solo accionista, familia o grupo económico (conglomerado), con intereses en diversas empresas y sectores de la economía. Es así como algunos economistas indican que al considerar todas las empresas listadas en bolsa el mayor accionista es propietario, en promedio, del 46,2% de las acciones, mientras que los tres y cinco mayores accionistas mantienen, en promedio, el 73,6 y 88,6% de la propiedad, respectivamente.⁸ Incluso destacan que debido a la presencia de las estructuras de propiedad interrelacionadas que constituyen los conglomerados, la concentración de la propiedad en Chile en términos de control de la compañía es aún mayor.

Bajo estas circunstancias el conflicto de intereses se da realmente entre accionistas controladores y los inversionistas que se encuentran fuera del grupo controlador, los accionistas minoritarios y los acreedores.

2. Marco legal de la gobernanza corporativa (GC) en Chile

En el caso de Chile, el marco legal en el cual se mueve la GC radica principalmente en la Ley de Sociedades Anónimas (18.046) y la Ley del Mercado de Valores (18.045), ambas modificadas en el año 2000 por la Ley de Opas y Gobierno Corporativo (19.705).

En el anexo 1 se muestran algunos aspectos relevantes de GC incluidos en la Ley de Sociedades Anónimas. Este cuerpo legal es el que regula la administración de la sociedad y define los derechos de control de los accionistas, reglamenta el funcionamiento de las juntas

⁵ Lefort, F. y Walker E., junio 2000.

⁶ Espinosa, C., 2008.

⁷ Mancilla, M., 2003.

⁸ Lefort y Walker, 2000.

de accionistas, los directorios, los comités de directores y las transacciones con partes relacionadas, entre otras materias.

Respecto a la Ley del Mercado de Valores (LMV), ésta busca regular el funcionamiento de todos los agentes que participan en el mercado de valores del país, entre ellos, el mercado secundario, las bolsas de valores, clasificadoras de riesgo, grupos empresariales y sociedades securitizadoras. Esta ley indica los requisitos para el establecimiento y constitución de las bolsas, clasificadoras y securitizadoras; regula la normativa de derechos y obligaciones de los participantes, las actividades prohibidas y, por supuesto, establece las sanciones en caso de que las normas sean infringidas. En el anexo 2 se muestran algunos de los artículos de esta ley, referidos a la entrega de información y qué se entiende por información privilegiada.

Por otra parte, en el año 2000, el Congreso chileno aprobó una reforma a la legislación del mercado de capitales, conocida como “Ley de Oferta Pública de Adquisición de Acciones (Opas) y Gobierno Corporativo” (Ley de Opas, 19.705), con la cual se dio inicio a una nueva etapa en la regulación financiera y se cerró la que se había originado en un controvertido caso conocido como el caso “Chispas”, que será revisado a continuación, debido a que es considerado como el disparador de la reforma de GC en Chile.

3. El caso Chispas⁹

En 1997, Endesa Chile –entonces la mayor generadora eléctrica privada de Iberoamérica– captó el interés de Endesa España, generadora eléctrica española, la cual comenzó negociaciones con su sociedad matriz, Enersis, para una posible adquisición de Endesa Chile, sin relación para ese entonces con Endesa España. Las negociaciones se llevaron en forma secreta en un principio, entre personeros de Endesa España y los llamados “gestores clave”, que incluían al entonces gerente general de Enersis y presidente de Endesa Chile y otros altos ejecutivos de Enersis, los cuales además poseían importantes participaciones en las llamadas acciones “Chispas”.

Chispas era un nombre genérico con el que se conocía a un conjunto de sociedades que, en conjunto, poseían el 29% de la propiedad del holding Enersis quien, a su vez, poseía el 20% de propiedad en Endesa Chile. Sin embargo, las acciones Chispas consistían en dos series distintas. Las acciones serie A poseían el 99,94% de propiedad de las sociedades Chispas, pero las acciones serie B, con un 0,06% de la propiedad, poseían el control efectivo de estas sociedades de acuerdo a los estatutos de la misma. Las acciones serie A estaban en manos de muchos inversionistas minoritarios, especialmente fondos de pensiones y empleados o ex empleados del grupo Enersis, en tanto las acciones serie B estaban totalmente en manos del gerente general y los otros trece accionistas, es decir, en manos de los “gestores clave”.

La propiedad que tenían las sociedades Chispas (29% de Enersis) le permitía designar a dos de los siete directores de Enersis y participar en la designación de los directores de todas sus filiales. En consecuencia, y conforme con la definición legal de “control societario”, las sociedades Chispas tenían la calidad de controladoras de Enersis.

Por tanto, los “gestores clave”, como dueños de acciones serie A (aproximadamente 20%) y serie B (100%), y en consecuencia controladores efectivos de las sociedades Chis-

⁹ Clarke, A., 2008 y Clarke, A., 2003.

pas, elegían al menos 2 de los 7 directores de Enersis y ejercían influencia significativa en la designación de los directores de sus filiales. Por otro lado, los “gestores clave” se habían ganado la adhesión y confianza de los accionistas de Enersis y Endesa Chile, lo que les permitía autoelegirse en los directorios de estas empresas quedando como controladores efectivos de Enersis y de Endesa Chile.

Endesa España buscaba adquirir, de parte de los “gestores clave”, las acciones serie B por US\$500 millones, pero también las acciones serie A. De manera que Endesa España condicionó el pago de la mitad de las acciones serie B al éxito de la adquisición de las acciones serie A. Con ese fin incluyeron una cláusula en un contrato celebrado con los gestores clave. Las acciones serie A, en tanto, le demandarían a Endesa España alrededor de US\$1.000 millones. Bajo esta estrategia, los “gestores clave” trabajaron en persuadir a los accionistas de las Chispas de vender sus acciones al precio ofrecido por Endesa España, quién establecería en Chile un poder comprador –una sociedad llamada Elesur– a través del cual adquiriría las acciones Chispas, que le permitirían controlar Enersis y, en consecuencia, la generadora de electricidad privada más grande de América Latina.

Sin embargo, Endesa España, a través de Elesur, pretendía el control efectivo de Enersis y de todas sus filiales, no solamente de las sociedades Chispas ni sólo el control legal de Enersis, tal como es posible concluir de los contratos secretos firmados entre Enersis y Endesa España, donde los “gestores clave” se obligaron a ejercer su poder de administración en forma tal que Endesa España pudiera ejercer una influencia en la administración del grupo Enersis mucho mayor a la que le correspondía de acuerdo con su propiedad accionaria.

En agosto de 1997, Endesa España abrió la opción de compra para adquirir las acciones Chispas y en pocas semanas ya contaba con la mayoría de estas acciones y el 25% de la propiedad de Enersis. El tamaño de la toma de control así como la particularidad de la operación generó una gran publicidad, en especial por la gran diferencia entre los precios ofrecidos para las acciones serie A y serie B, la cual alcanzó hasta más del 1.000%.¹⁰ No obstante, el proceso se mantenía dentro de la legalidad vigente, en el entendido de que aún no se contaba con un marco regulatorio para tomas de control.

Sin embargo, en los primeros días de octubre salieron a la luz pública más detalles respecto a los contratos secretos. Estos detalles se habían revelado con bastante anticipación en los documentos que Endesa España había presentado a la SEC (Securities and Exchange Commission) de EE.UU. (como emisor de ADR) y a la Comisión Nacional del Mercado de Valores de España, pero eran desconocidos en Chile.

Entre los nuevos antecedentes figuró un pago de US\$60 millones a los ejecutivos principales de Enersis, condicionado a la obtención de un cierto nivel de utilidades para el período 1997-2001. Adicionalmente, se disponía que Endesa España pudiera incursionar en otros mercados si Enersis no estuviera de acuerdo en hacerlo en forma conjunta. Además, se

¹⁰ Los precios de las diferentes acciones serie A eran diferentes, pero en promedio Endesa España pagó Ch\$220 (US\$0,53) por cada acción serie A, que equivalían al 99,94% de la propiedad. Por las acciones serie B pagó US\$250 millones por el 49% de ellas, es decir por casi la mitad de la propiedad de la serie B o 0,03% de la propiedad de las Chispas (la serie B tenía el 0,06% de la propiedad). Por tanto, por cada punto porcentual de propiedad, las acciones serie A recibían más o menos US\$10 millones, mientras que las acciones serie B recibirían en teoría US\$8.333 millones, es decir 833 veces el valor de las acciones serie A. Ese era el valor del control de esas sociedades.

disponía la facultad de Endesa España de designar un gerente general adjunto en Enersis y Endesa Chile.

Las razones por las que este fue un caso tan controvertido tienen relación con materias que no estaban consideradas en la legislación vigente en ese momento, incluyendo el proceso mismo de tomas de control. No obstante lo anterior, la Superintendencia de Valores y Seguros (SVS) consideró que existían violaciones de la ley por parte de los “gestores claves”, entre ellas las siguientes:

- Vulneración de la Ley de Sociedades Anónimas en cuanto a la obligación de los directores de mantener los mismos deberes no solamente con quien los eligió o con algún accionista en especial, sino con todos los accionistas y con la sociedad.
- Quebrantar la prohibición de usar, en beneficio propio o de terceros relacionados, oportunidades comerciales de que tuvieren conocimiento en razón de su cargo.
- Vulneración de la Ley de Sociedades Anónimas, que prohíbe privilegiar el interés propio de los directores o de terceros relacionados por sobre el interés social cuando se trata de adoptar decisiones para la sociedad y que prohíbe asimismo ocultar información al resto de los directores y a los accionistas.
- Infracción de la misma ley que prohíbe usar los cargos de directores para obtener privilegios personales.
- Quebrantaron sus deberes de diligencia y cuidado al incorporar y/o permitir la incorporación en el “contrato de alianza estratégica” de las cláusulas que comprometían gravemente el desarrollo de Enersis, así como también por los efectos que provocaría en ésta y sus filiales la suscripción de los restantes contratos que dieron origen a la operación Enersis.
- Y por último, en el caso del gerente general de Enersis, se vulneró la disposición de la ley de sociedades anónimas que establece que cuando un director tenga interés en una negociación, sólo procede la contratación cuando ésta es: a) conocida por el directorio; b) aprobada por el directorio; y c) se ajusta a condiciones de equidad similares a las que habitualmente prevalecen en el mercado.

De esta manera, en diciembre del año 1997, la SVS aplicó una sanción en forma de multa que totalizó US\$66 millones para el gerente general de Enersis (y presidente de Endesa Chile) y los otros cinco integrantes del grupo de “gestores clave” quienes, a su vez, eran directores de sociedades del grupo Enersis.

En julio del año 2002 la justicia civil anuló la multa impuesta por la SVS, fallo que fue apelado por esta entidad y, como consecuencia, en julio de 2004 la Corte de Apelaciones de Santiago falló a favor de la SVS, lo cual fue ratificado por la Corte Suprema en julio de 2005, concluyendo así todas las instancias judiciales respecto del caso.

4. Modernización del mercado de capitales: Ley de OPA

Existía la fuerte convicción de que sólo sería posible desarrollar el mercado de capitales si se contaba con un marco regulatorio que otorgara garantías de confiabilidad a todos los inversionistas. En otras palabras, grandes y pequeños accionistas debían ser tratados con justicia y

medidos con la misma vara. Tanto las observaciones empíricas como la literatura económica avalaban fuertemente esta premisa sostenida por el Ejecutivo.

La necesidad de contar con un esquema de regulación que proteja adecuadamente a los accionistas minoritarios y permita aumentar la liquidez y transparencia del mercado llevó al gobierno de Chile a emprender el desarrollo de esta iniciativa legal.

El 20 de diciembre del año 2000 se publicó en el Diario Oficial la Ley 19.705 que “Regula las Ofertas Públicas de Adquisición de Acciones (OPA) y establece Régimen de Gobiernos Corporativos”. En esta reforma se establecieron los lineamientos centrales para los procesos de tomas de control, creándose el mecanismo de OPA obligatorio. Adicionalmente, se introdujeron diversos cambios a la legislación del mercado de valores, sociedades anónimas, fondos mutuos y de inversión, con el fin de incorporar normas que mejoraran el marco de GC de las sociedades anónimas abiertas e inversionistas institucionales, e introducir reformas modernizadoras en el mercado de capitales chileno en general.¹¹

La ley de Opas busca construir un contrato eficiente para evitar que los problemas vinculados a los precios de transferencia y extracción de oportunidades corporativas dañen a los accionistas minoritarios. Para tal efecto creó los Comités de Directores; reglamentó las transacciones entre las partes relacionadas; estableció supermayorías para decisiones societarias que pudieran afectar materialmente el patrimonio de la empresa; extendió el derecho a retiro; estableció la acción civil derivada e introdujo el concepto de director independiente, entre otras materias tendientes a fortalecer los derechos de los accionistas minoritarios.¹² Estas medidas buscaban aumentar la confianza de los inversionistas, disminuir el descuento de las acciones, mejorar las condiciones de financiamiento y generar el interés de los inversionistas nacionales y extranjeros, potenciando así el desarrollo del mercado de capitales.

A continuación se presentan algunos de los elementos más relevantes en materia de GC incluidos en esta ley:¹³

a) *Comité de directores*

La existencia de estos comités permite una mayor fiscalización al interior de las empresas, disminuyendo los potenciales problemas de agencia. Por esta razón, la ley establece que el Comité de Directores debe estar conformado en su mayoría por directores independientes,¹⁴ y sus principales funciones son:

- Examinar los estados financieros.
- Proponer al directorio los auditores externos y los clasificadores de riesgo.
- Examinar los sistemas de remuneraciones y compensaciones relativos a los ejecutivos.

¹¹ Lazen, V. y otro, 2004.

¹² Clarke, A., 2001

¹³ Clarke, A., 2001.

¹⁴ Considerando la estructura de propiedad en Chile, se define director independiente como aquel que es electo sin el voto decisivo del controlador. Es decir, por los accionistas minoritarios.

- Examinar las transacciones entre partes relacionadas y presentar un informe.
- Realizar otras funciones establecidas en los estatutos de la organización o que encomiende una junta general de accionistas o el directorio.

b) Transacciones entre partes relacionadas

Considerando que los precios de transferencia constituyen una de las formas a través de las cuales se puede extraer valor a la compañía, esta ley señala el procedimiento para llevar a cabo las transacciones entre partes relacionadas, para lo cual hace, entre otras, las siguientes indicaciones:

- Si las transacciones representan montos relevantes, el directorio debe pronunciarse sobre si se ajusta o no a las condiciones de mercado.
- En caso de no ser posible determinar dicha condición, el directorio –con la abstención del director con interés– podrá aprobar o rechazar la propuesta o, en su defecto, designar a dos evaluadores independientes.
- Los informes de los evaluadores deben ser puestos a disposición de los accionistas y del directorio por un plazo de 20 días hábiles.
- Los accionistas que representen al menos el 5% podrán pedir una junta extraordinaria para que ésta resuelva sobre la transacción, con el acuerdo de las dos terceras partes de los accionistas.

Lo antes señalado tiene por objetivo permitir que las transacciones entre partes relacionadas se resuelvan de forma transparente y sin perjuicio para los accionistas minoritarios, ya que se han disminuido los incentivos de los administradores para utilizar este mecanismo de expropiación de rentas.

c) Derecho a retiro

En relación con la necesidad de que los accionistas puedan retirarse de la sociedad en caso de que se realicen operaciones que puedan afectar su patrimonio, la ley de Opas contempla, entre otros, los siguientes elementos que dan derecho a retiro a los accionistas:

- Ventas de por lo menos un 50% de los activos.
- Entrega de garantías de por lo menos un 50% de los activos.
- Sociedades con una concentración superior a los 2/3 de la propiedad.

d) Acción civil derivada

Considerando que un aspecto importante para reducir el problema de agencia es el monitoreo que puedan realizar los accionistas minoritarios y las compensaciones que exijan con base en perjuicios que hayan sufrido y con el objetivo de facilitar la fiscalización de las sociedades, la Ley de Opas ha establecido la “acción civil derivada” (o *class action* en la legislación anglosajona).

Al respecto, la Ley de Opas define la acción civil derivada como: “Toda pérdida en el patrimonio social como consecuencia de una infracción a la Ley o los estatutos de la sociedad”, la cual da derecho a cualquier accionista, grupo de accionistas (nacional o extranjero) o cualquier director, a demandar la indemnización de los perjuicios a quien corresponda, en nombre y beneficio de la sociedad.

e) Tomas de control

Por otra parte, en el caso de las tomas de control y con el objetivo de dar una mayor protección a los accionistas minoritarios, la ley de OPA ha dispuesto lo siguiente:

- Deberá realizarse un OPA cuando existan cambios en el control de la sociedad.
- Cuando se tenga intención de adquirir la matriz de un conjunto de sociedades, primero se deberá realizar una OPA por sus sociedades, siempre que ellas representen a lo menos el 75% de los activos consolidados de la matriz.
- Para dar una salida a los accionistas que han visto caer la liquidez de sus títulos, las concentraciones mayores (2/3) obligarán a efectuar una oferta por todas las restantes acciones.

No obstante lo anterior, existe un conjunto de excepciones:

- Aumento de capital de primera emisión.
- Fusiones.
- Adquisición por causa de muerte.
- Enajenaciones forzadas.
- Enajenación del controlador de la sociedad. En este punto se deben cumplir con lo siguiente: el precio no puede ser sustantivamente superior al de mercado (10%); pago en dinero en efectivo y acción con transacción bursátil. En caso de no cumplirse estas tres condiciones, se debe realizar el cambio de control a prorrata.

f) Información

Con el objetivo de contar con un mercado más transparente, la ley exige la entrega de información sobre un conjunto de operaciones, destacándose las siguientes:

- Informar sobre la intención de alcanzar el control de una sociedad, con una anticipación de por lo menos 10 días hábiles, y tan pronto como se hayan iniciado las negociaciones o entregado información y documentación de la sociedad.
- Todos los accionistas que posean 10% o más de las acciones deberán informar en sus compras posteriores si su intención es tomar el control o sólo inversión financiera.

Los directores de la sociedad deben emitir, de forma individual, un informe con su opinión fundada acerca de la conveniencia de la oferta para los accionistas. El director deberá señalar su relación con el controlador y con el oferente, y el interés que pudiera tener en

la transacción. Estos informes deben estar a disposición del público conjuntamente con el prospecto.

g) *Igualdad de accionistas*

Aunque no era una práctica común, otro aspecto que se reformó en la ley fue la facultad de las empresas para crear dos o más series de acciones, como en el caso “Chispas”. Las nuevas disposiciones determinaron que las series de acciones debían ser establecidas por acuerdo de la Junta de Accionistas, con quórum de dos tercios de las acciones con derecho a voto, y su vigencia máxima sería de 5 años,¹⁵ lo que en la práctica significó que nunca más se crearon series.

En gran parte gracias a este conjunto de normas legales Chile ha resultado ser el país mejor evaluado en esta área en América Latina y fue colocado en una excelente posición a nivel internacional por agencias evaluadoras externas. De la misma manera se igualaron los derechos de las acciones comunes, los ADR y cualquier otra emisión de sociedades anónimas chilenas en el exterior.

Es así como en el Banco Santander Central Hispano dio a Chile la máxima calificación en relación con su regulación de GC. Otros países incluidos en la muestra eran Argentina, Brasil, Colombia y México.

5. Consecuencias de la reforma en tomas de control

De acuerdo con un estudio de la SVS (2004)¹⁶ sobre el desarrollo de las tomas de control en Chile con posterioridad al año 2000, se concluía que la mayoría de las sociedades inscritas en el Registro de Valores de la SVS optó por no acogerse al artículo 10° transitorio, que indicaba la opción de que los actuales controladores al momento de promulgarse la ley podían vender su paquete controlador y liberarse del procedimiento de OPA durante el lapso de tres años, a partir del primero de enero del año 2001. Para eso, las sociedades debían convocar a una junta de accionistas y pronunciarse respecto a acogerse o no a dicho artículo transitorio.

Las razones para eso podrían ser: el no tener la intención de vender el control durante el lapso de tres años, el castigo al precio de la acción por parte de los inversionistas, el efecto señal involucrado en la decisión de acogerse y la falta de quórum de aprobación.

La actividad de tomas de control, desde la emisión de la Ley de Opas, ha mostrado que el número promedio de tomas de control ha sido superior al promedio anual previo al año 2000. Claramente, esto es una muestra de que la nueva regulación no ha desincentivado la actividad de fusiones y adquisiciones, la cual era una de las aprensiones de algunos observadores. Actualmente, las tomas de control se han convertido en un tema que concierne a todos los accionistas y no sólo a los accionistas controladores. Al ser capaces de recibir parte de la prima

¹⁵ El Ejecutivo planteó en el proyecto original la eliminación de las series accionarias; sin embargo, la oposición no estuvo de acuerdo; finalmente se negoció en los términos descritos, lo cual se tradujo en la desaparición práctica de las series diferentes.

¹⁶ Lazen, V. y otro (2004).

Cuadro VI.1
COMPARACIÓN DE CALIFICACIONES CON RELACIÓN EN LA REGULACIÓN
DE GOBIERNOS CORPORATIVOS

Categoría	Argentina	Brasil				México	
		Ley	Novo M ²	Chile	Colombia	Ley	CBCP
Múltiples clases de acciones	0	0	1	0,5	0	0,5	0,5
Certificados de depósito	0	0	0	1	0	0	0
Una acción un voto	0	0	1	1	0	0	0
Representación proporcional	1	1	1	1	1	0	0
Derechos preferentes	1	1	1	1	1	1	1
Tomas de control	1	1	1	1	1	1	1
Derecho a retiro	1	0,5	1	1	0	0	0
Deslistamiento	1	1	1	1	1	0	0
Free float	1	0	1	1	0,5	1	1
Llamado a Juntas Extraordinarias de acc.	1	1	1	1	1	1	1
Acciones no bloqueadas antes de junta	0	0	0	1	1	0	0
Mecanismos de opresión de minoritarios	1	1	1	1	0	0	0
Independencia del directorio	0	0	0	0	0	1	1
Renovación directorio 1 vez al año	0	0	1	0,5	0	0	0
Comité de Auditoría	1	0	0	1	0	1	1
Acceso a información corporativa	1	1	1	1	1	1	1
Calidad de la información	0,5	1	1	1	1	0	0
Arbitraje	1	1	1	1	0	0	0
Índice total	11,5	9,5	14	16	8,5	7,5	7,5

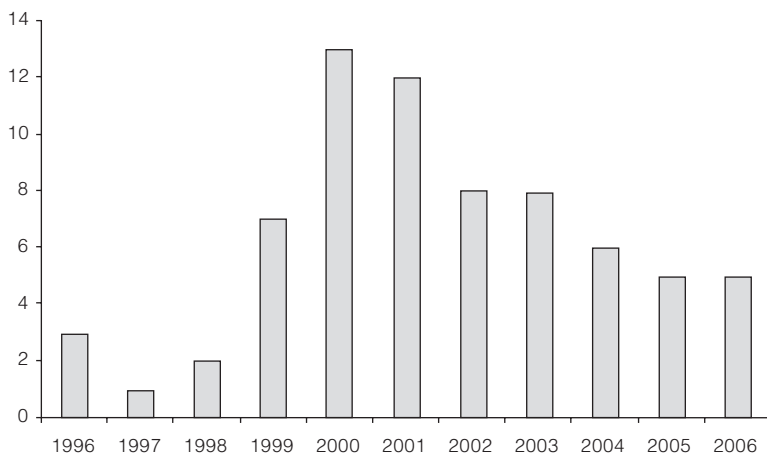
Fuente: Santander Central Hispano, 2001.

por control, los pequeños accionistas y los inversionistas institucionales muestran un interés que se manifiesta en numerosos artículos de prensa y una alta demanda de recomendaciones de analistas. Al respecto, *ver* el gráfico VI.1.¹⁷

Como puede observarse en el gráfico VI.2, entre los años 2000 y 2005, las primas pagadas por sobre los precios de mercado han promediado un 23%. Cabe recordar que antes de la promulgación de la ley este sobreprecio usualmente sólo lo percibían los accionistas controladores y, en algunos casos, superaba el 100%.

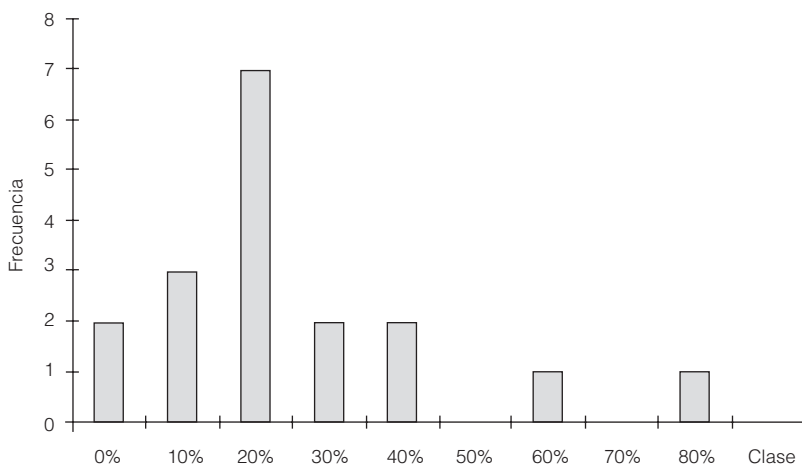
¹⁷ Clarke, A., 2008.

Gráfico VI.1
NÚMERO DE TOMAS DE CONTROL 1996-2006



Fuente: Clarke, A., 2008.

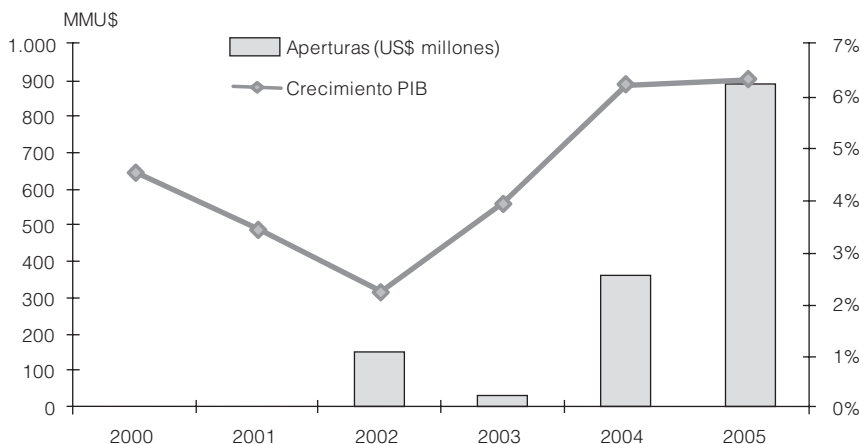
Gráfico VI.2
PREMIOS POR CONTROL 2000-2005



Fuente: Clarke, A., 2008.

Además, tampoco se han hecho efectivos los temores y aprensiones en relación a que la regulación de OPA y GC desincentivaría la apertura de nuevas empresas en la bolsa. Por el contrario, como lo muestra el gráfico VI.3, la actividad de aperturas en bolsa ha mostrado una sólida tendencia, lógicamente cercana al dinamismo que muestra la economía.

Gráfico VI.3
APERTURAS DE EMPRESAS EN BOLSA



Fuente: Clarke, A., 2008.

La Ley de OPA también ha sido eficaz en la regulación de tomas de control más complejas, como las que se presentan en los siguientes casos (recuadros VI.1 y VI.2).

6. Elementos de GC en la reforma del sistema de pensiones

El 17 de marzo del año 2006, la Presidenta Bachelet anunció la constitución de un Consejo que debería, en un plazo de tres meses, realizar un diagnóstico y plantear propuestas de reforma al sistema previsional que ya cumplía 25 años de desarrollo. En este marco, el Consejo –formado por representantes de distintos sectores sociales y políticos del país– realizó estudios y entrevistas a diversos actores del sistema previsional que les permitieron llegar a acuerdos sobre la situación actual y la definición de propuestas que permitieran un mejoramiento del sistema de protección social, específicamente de la protección de los ingresos en los años de vejez. Situación de extrema relevancia si se considera que en Chile, al igual que en otros países, los adultos mayores representan una parte creciente de la población.

En este contexto, uno de los puntos relevantes para efectos de este documento, muestra relación con “promover una mayor responsabilidad de las administradoras en la gestión de inversiones”, para lo cual el Consejo¹⁸ propuso algunas medidas que buscaban delegar en las AFP una mayor cuota de responsabilidad en la gestión de los fondos de pensiones. Por una parte, obligando a los directorios de las AFP a establecer políticas de inversión para los fondos de pensiones que gestionan, las cuales deben explicitar objetivos, elegibilidad de instrumentos y emisores, adecuados niveles de diversificación y niveles de riesgo. Los contenidos mínimos de estas políticas de inversión deben ser determinados por la

¹⁸ Consejo Asesor Presidencial para la Reforma Previsional.

Recuadro VI.1 CASO ALMACENES PARÍS

La toma de control de la tienda por departamentos Almacenes París en el año 2005 por parte del *holding* Cencosud, presentó dos características excepcionales para el mercado chileno: fue la primera OPA de canje de valores y la primera OPA competitiva.

El controlador de Almacenes París hasta ese momento, la familia Gálmez, recibió una oferta de adquisición de acciones por parte de Quiñenco, que deseaba el control de la compañía. Efectuada esta oferta apareció una importante empresa de *retail*, Cencosud, que opera entre otros los supermercados Jumbo y Santa Isabel, manifestando su interés por la empresa y realizando una oferta competitiva de adquisición de acciones. Quiñenco lanzó, a los pocos días de la primera OPA de canje por parte de Cencosud, otra OPA competitiva en dinero, a la que Cencosud respondió con una nueva OPA en acciones, en términos más atractivos para los accionistas de Almacenes París, que fue aceptada finalmente por los accionistas. Por tanto, la competencia por el control de Almacenes París terminó beneficiando a todos sus accionistas minoritarios que vieron elevarse el precio de sus acciones. Otro aspecto notable es que el mercado de analistas informó en todo momento, de acuerdo con sus propios estudios, qué oferta era la más conveniente para los accionistas de Almacenes París.

Fuente: Adaptada de Clarke, A., 2008, Lazen *et al.* (2004).

Superintendencia de Pensiones (SP),¹⁹ y será responsabilidad de los directorios difundir públicamente estas políticas de inversión, tanto a la SP como a los afiliados a cada fondo. Además se facultó a la SP para monitorear estas políticas de inversión y comunicar eventuales incumplimientos.

Por otra parte, se obliga a las AFP a constituir comités de inversiones en sus directorios, responsables de: i) el cumplimiento de las políticas de inversiones definidas por el directorio; ii) la definición y monitoreo de procedimientos de resolución de conflictos entre accionistas y afiliados; iii) la definición de criterios para nombrar y evaluar candidatos a directorios en las empresas donde los fondos mantienen inversión. Las actas de este comité registrarán sus decisiones y podrán ser difundidas públicamente en la medida que no comprometan la confidencialidad.

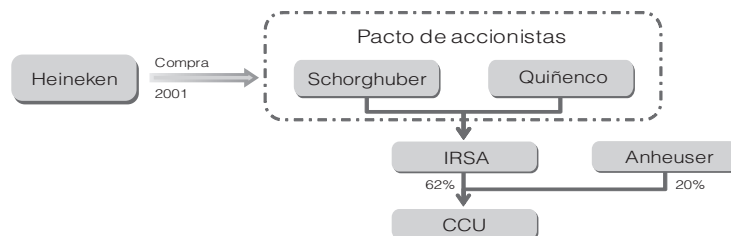
A su vez, el D.L. 3.500, en su artículo 156 bis, establece que el directorio de las AFP debe estar integrado por un mínimo de cinco directores de los cuales dos deben tener carácter de autónomos, es decir, no deben mantener ninguna vinculación con la Administradora de Fondos, las demás sociedades del grupo empresarial del cual ella forme parte, su controlador, ni con los ejecutivos principales de cualquiera de ellos, que pueda generar un conflicto de interés o entorpecer su independencia de juicio.

Por su parte, la SP establece algunos criterios que determinan la autonomía y falta de ellas, entendiéndose que existe interés o dependencia económica, profesional, crediticia o comercial —es decir, que la persona involucrada no tendrá la calidad de autónomo— en las siguientes circunstancias:

¹⁹ A partir de julio de 2008, la Superintendencia de AFP cambió a Superintendencia de Pensiones.

Recuadro VI.2 CASO COMPAÑÍA CERVECERÍAS UNIDAS

Este caso trata del cambio de un miembro de grupo controlador de una entidad, que a su vez controlaba a Compañía Cervecerías Unidas (CCU), una gran productora de cerveza chilena.²⁰ 1) En 1994 Quiñenco y Schörghuber, dueños en partes iguales de la sociedad IRSA, firmaron un pacto de accionistas para controlar a través de ésta a CCU, con el 62% de sus acciones (*ver* esquema). En el año 2001, Schörghuber acordó transferir su propiedad en IRSA a su nuevo socio, la empresa cervecera Heineken. El grupo Heineken era socio de Cervecerías Chile, el principal competidor de CCU en el mercado cervecero chileno. CCU estimó que dicho acuerdo afectaría en forma importante el desarrollo de la empresa, por lo cual recurrió a un juicio arbitral.



Anheuser alegaba la existencia de un cambio de control y que por tanto era procedente de Quiñenco realizar una OPA por CCU.

En el año 2003, Quiñenco y Schörghuber acordaron que Heineken pudiera comprar la participación de Schörghuber en IRSA, pero que Heineken no pudiera competir con CCU en Chile y Argentina.

Una vez logrado dicho acuerdo, Anheuser-Busch –la mayor compañía de cervezas de Estados Unidos– que en ese entonces mantenía un 20% de participación en CCU, recurrió a la Superintendencia de Valores y Seguros y reclamó la existencia de un cambio de control, y que por tanto se debería llevar a cabo una OPA por las acciones de CCU.

Sin embargo, la Superintendencia manifestó que era improcedente requerir una OPA porque no existía una adquisición del control de CCU sino un mero cambio de uno de los miembros del grupo controlador, sin perjuicio además de que esa disposición no impone la obligación de efectuar una OPA al adquirente de las acciones de “un miembro del controlador” sino sólo al adquirente de las acciones del “controlador”, y “siempre que dicha adquisición le permita obtener precisamente el control directo o indirecto de la sociedad que hace oferta pública de sus acciones”, situación que en este caso no se daba. En consecuencia, como base para descartar la existencia de un cambio de control, la svS argumentó que, al mantener ambas partes un porcentaje igualitario sobre IRSA, Heineken no podría controlar a esta sociedad por sí misma, sino sólo a través del pacto de accionistas y, en consecuencia, no se estaba frente a una toma de control y no procedía una OPA. Anheuser-Busch recurrió a la Corte de Apelaciones. Finalmente, en diciembre de 2003, la Corte de Apelaciones de Santiago falló a favor de la svS.²¹

- Haber sido empleado de la administradora o de los auditores externos, de las demás sociedades del grupo empresarial del que aquellas forman parte o de su controlador, en los últimos 18 meses.

²⁰ Este caso fue extractado de Lazen *et al.* (2004).

²¹ Clarke, A., 2008.

- Haber recibido honorarios de la administradora, de las demás sociedades del grupo empresarial del que aquella forma parte o de su controlador, por un monto superior a 3.000 unidades de fomento (UF²²) durante los últimos 18 meses.
- Tener o haber tenido, durante los últimos 18 meses, una obligación crediticia distinta de un crédito hipotecario, por un monto superior a UF 15.000 con alguna entidad del grupo empresarial del que la administradora forma parte o con su controlador.
- Haber sido socio o accionista mayoritario, director, gerente, administrador o ejecutivo principal de una empresa que haya efectuado o recibido pagos de la administradora, de las demás sociedades del grupo empresarial del que forma parte o de su controlador, por un monto total superior a UF 20.000, o por más del 15% de los ingresos brutos consolidados de la empresa en cuestión, siempre que este porcentaje sea superior a UF 3.000 durante los últimos 18 meses. Idéntica situación aplica a quienes hayan sido director, gerente o ejecutivo de una fundación o corporación sin fines de lucro que haya recibido una donación por los montos y en los plazos antes indicados.
- Ser cónyuge o pariente hasta en segundo grado de consanguinidad o primer grado de afinidad de algún accionista mayoritario, director o ejecutivo principal de la administradora, de las demás sociedades del grupo empresarial del que forma parte, de su controlador o ejecutivos principales de ellos.

En esta misma materia, el artículo 156 bis antes citado, indica que “para poder ser elegidos como directores autónomos, los candidatos deberán ser propuestos por los accionistas que representen el 1% o más de las acciones de la sociedad, con al menos diez días de anticipación a la fecha prevista para la junta de accionistas llamada a efectuar la elección de los directores. En dicha propuesta deberá también incluirse al suplente del candidato a director autónomo, quien reemplazará al respectivo titular en caso de ausencia o impedimento temporal de éste y quien deberá cumplir con los mismos requisitos del titular. Con no menos de dos días de anterioridad a la junta respectiva, el candidato y su respectivo suplente deberán poner a disposición del gerente general una declaración jurada en que señalen cumplir con los requisitos de autonomía antes indicados”. Dicha declaración jurada debe ajustarse al formato dado por la SP; adicionalmente, las AFP pueden complementar lo señalado en dicha declaración con información anexa y con otros antecedentes o documentos que estimen útiles para probar tales circunstancias.

Asimismo, la SP indica que las AFP deben remitirle, dentro de un plazo de 15 días contados desde la junta de accionistas en la cual se eligió directorio, un informe donde se detalle lo siguiente: gestiones realizadas para verificar la condición de autonomía de los directores, titulares y suplentes; diligencias efectuadas para verificar la inexistencia de inhabilidades; copia de las declaraciones juradas de los directores, titulares y suplentes y del currículum vitae de cada uno de ellos; detalle de la votación recibida por cada director en la elección, que permita saber si corresponde a un director independiente.

²² La Unidad de Fomento (UF) es uno de los sistemas de reajustabilidad autorizados por el Banco Central de Chile. La UF se reajusta a partir del día diez de cada mes y hasta el día nueve del mes siguiente, en forma diaria, a la tasa promedio geométrica correspondiente a la variación que haya experimentado el Índice de Precios al Consumidor (www.economia.cl).

Por otra parte, la SP cuenta con un Registro de Directores al cual pueden incorporarse todas aquellas personas naturales que aspiren a recibir el apoyo de los Fondos de Pensiones en su postulación al cargo de director en las sociedades anónimas donde éstos puedan invertir sus recursos, para lo cual deberán cumplir con los requisitos establecidos. (*Véanse* requisitos en el anexo 3).

7. Papel de los inversionistas institucionales

Algunos estudios²³ sostienen que la rápida acumulación de fondos institucionales que implicó la reforma al sistema de pensiones generó importantes efectos en el desarrollo del mercado de capitales chileno, entre ellos, el aumento en la liquidez y competitividad del mercado, la disminución del costo de capital, la menor volatilidad de los retornos, la mayor eficiencia de los intermediarios, la aparición de nuevos instrumentos, y las sostenidas mejoras al marco legal.

Cabe recordar que las AFP son el principal accionista minoritario (8,5% participación) de las sociedades anónimas abiertas en Chile, debido tanto a la participación accionaria como al efecto que sus decisiones pueden tener en la opinión pública. Lefort (2007) muestra una variedad de casos donde la intervención de las AFP, tanto en su papel de accionista como de tenedor de bonos, ha permitido mejorar las prácticas de gobierno corporativos.

El cuadro VI.2 muestra un resumen de casos donde la participación de las AFP fue relevante para mejorar la posición de los accionistas minoritarios y bonistas.

En el caso de la GC, el sistema de fondos de pensiones privados de Chile ha permitido mejorar sus prácticas, a través de tres canales.²⁴

1. Sistema legal: “El sistema de pensiones ha originado reformas al sistema legal y de supervisión en el que se desenvuelven las empresas, afectando la calidad de los mecanismos externos regulatorios de gobierno corporativo”.
2. Mejoramiento de la liquidez del mercado de capitales debido al crecimiento de los fondos y monto de sus transacciones, además de “la profesionalización de los intermediarios financieros y la adopción de tecnologías más avanzadas y costo-eficientes de transacción”.
3. Control: las AFP han tenido una acción directa de monitoreo e intervención, ejerciendo sus derechos como accionistas minoritarios y/o tenedores de bonos, lo cual ha contribuido a mejorar los mecanismos internos de gobierno corporativo de las empresas.

En relación con el control que ejercen las AFP sobre las empresas, algunos argumentos indican que, por una parte, su monitoreo sobre la plana ejecutiva de la empresa o sobre un accionista controlador contribuye a disminuir potenciales costos de agencia en la empresa –lo que aumenta su valor–; por otra parte, las AFP permitirían aumentar la información acerca de las prácticas de GC, ya que podrían entregar información al mercado respecto de lo que está pasando en la empresa, ejerciendo cierta presión sobre la misma, además de que podrían

²³ Walker y Lefort, 2001.

²⁴ Lefort, F., 2007.

Cuadro VI.2

Caso Chispas

Las Administradoras de Fondos de Pensiones criticaron el acuerdo entre los ejecutivos de Enersis y Endesa España referente a la adquisición del control de Endesa Chile.

Las AFP citaron a Junta Extraordinaria de Accionistas, alertaron a la svS y fueron actores clave para lograr que Endesa España modificara los términos de su plan de adquisición, en beneficio de los accionistas minoritarios.

Caso Terra

Las AFP consideraron que el precio ofrecido por Terra para adquirir Telefónica Net estaba por debajo del valor aceptable de mercado.

Los directores elegidos por las AFP se opusieron a la transacción.

Los representantes de las AFP votaron en contra de la operación en la Junta de Accionistas.

Las AFP iniciaron acciones legales contra Telefónica CTC.

Caso Telefónica Móviles

Las AFP solicitaron modificación de los términos de la transacción entre Telefónica CTC y su empresa relacionada, Telefónica Móviles S.A.

La presión de las AFP llevó a un incremento en el precio de venta de U\$50 millones y el pago de un dividendo extraordinario a los accionistas de US\$800 millones.

Caso Fusión MASISA – Terranova

Las AFP negociaron la relación de canje y condicionaron la aprobación de la fusión entre Terranova y Masisa al pago de un dividendo extraordinario de U\$54 millones y la baja incidencia del derecho a retiro causado en la operación.

Caso: Estatutos Soquimich

Las AFP apoyaron la unificación de los derechos de las dos series accionarias, la modificación de los estatutos de SQM y la imposición del límite máximo de votación de 37,5% del derecho de voto de cada serie a las votaciones realizadas por accionistas relacionados actuando en pos de un mismo interés.

Las AFP objetaron a la svS algunas de las cláusulas de un pacto de accionistas diseñado para lograr el control de SQM. Dichas cláusulas fueron eliminadas.

Caso Bono Convertible Gener

Los problemas financieros de AES Gener pusieron en peligro el pago de los U\$400 millones que la empresa debía a las AFP.

Las AFP negociaron con la empresa hasta lograr el rescate anticipado íntegro de la obligación por parte de Gener.

condicionar sus inversiones en una empresa o llevarla a tribunales, con el objetivo de forzarla a implementar o suspender una determinada práctica de gobierno corporativo.

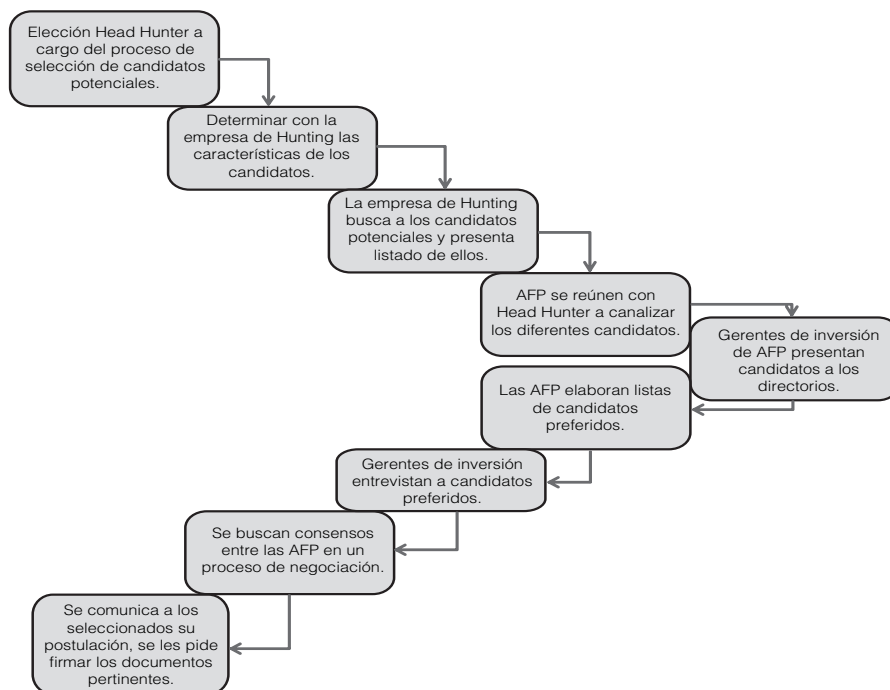
A diferencia de otros accionistas minoritarios y tenedores de bonos, las AFP tienen sus propios incentivos para ejercer un rol de control y monitoreo en las empresas donde invierten los fondos de sus afiliados, ya que deben ser diligentes en el cuidado de los fondos que administran, lo que implica seleccionar con rigurosidad dónde invierten los fondos, buscando obtener el mejor resultado posible.

La situación antes expuesta queda claramente estipulada en el artículo 147 del D.L. 3.500: “Las Administradoras deberán efectuar todas las gestiones que sean necesarias para cautelar la obtención de una adecuada rentabilidad y seguridad en las inversiones de los fondos que administran. En cumplimiento de sus funciones, atenderán exclusivamente al interés de los fondos y asegurarán que todas las operaciones de adquisición y enajenación de títulos con recursos de los mismos se realicen con dicho objetivo”.

Conscientes de la importancia de su rol en el mercado de capitales y en la implementación de buenas prácticas de gobernanza corporativa, y de que cuentan con casi un 8% del total de Directores de las principales empresas del país, las AFP han buscado profesionalizar el proceso de elección de candidatos a director, a través de empresas de búsqueda de profesionales.

El esquema muestra algunas etapas de este proceso.

Esquema VI.1



Adicionalmente, las AFP han planteado a las empresas su preferencia por la implementación de políticas que permitan mejorar el gobierno societario, tales como políticas de remuneraciones del directorio y políticas de rotación de auditores externos.

Por otra parte, los cuadros VI.3 y VI.4 muestran algunos antecedentes de la participación de elección de directores de sociedades anónimas abiertas con elección de directores y participación de los Fondos, durante el año 2007.

Cuadro VI.3

N° DE DIRECTORES ELECTOS POR FONDOS DE PENSIONES EN CADA SOCIEDAD

N° de directores	N° de sociedades 2007
Soc. en que las AFP no eligieron directores	14
Soc. en que las AFP eligieron sólo 1 director	19
Soc. en que las AFP eligieron 2 directores	7
Soc. en que las AFP eligieron 3 directores o más	1
TOTAL	41

Fuente: Superintendencia de Administradoras de Pensiones.

Cuadro VI.4

IMPORTANCIA RELATIVA DEL VOTO DE LOS FONDOS DE PENSIONES EN LAS ELECCIONES

Votación de los fondos de pensiones como % de la cifra repartidora (1)	Directores electos 2007	
	Titulares	Suplentes
Directores electos con apoyo de los Fondos > al 100% de cifra repartidora	12	0
Directores electos con apoyo de los Fondos < al 100% y > al 50% de cifra repartidora	16	5
Directores electos con apoyo de los Fondos < al 50% de cifra repartidora	14	1
TOTAL	42	6

(1) La cifra repartidora (%) se calcula como $1/(n+1)$, donde n es el número de directores.

Fuente: Superintendencia de Administradoras de Pensiones.

Durante ese período, los 42 directores elegidos representan un 13% del total de directores titulares electos en dichas sociedades.

Finalmente, es importante destacar que, de acuerdo con la opinión de inversores institucionales, la mejor forma de mejorar la GC en Chile, disminuyendo así la brecha existente con países líderes en esta materia, es a través de un conjunto de acciones que las empresas

podrían desarrollar por iniciativa propia, entre las cuales se encuentran explicitar el papel del directorio, fortalecer sus procesos y prácticas, y garantizar su desempeño.²⁵

8. Algunas evaluaciones

a) *Funcionamiento del directorio*

El funcionamiento del directorio es uno de los tres elementos esenciales para evaluar la calidad del gobierno corporativo, siendo las otras dos: la protección de los derechos de los accionistas y la transparencia de la información.²⁶

En el primer caso, la evaluación realizada en Chile por Icare y McKinsey, en el año 2007, muestra que la dimensión que obtuvo un mayor avance fue el “funcionamiento del directorio”, que pasó de 54% de cumplimiento en 2004 a un 70% en 2007. Según el estudio, las razones de este avance estarían dadas por tres elementos:

- Más empresas han elaborado y puesto a disposición de inversores y público en general, los códigos o manuales que definen y enmarcan las prácticas y reglas de su GC.
- Los directorios de las empresas analizadas utilizan hoy un mayor número de “Comités” para abordar temas específicos.
- En la composición de los directorios se puede apreciar un mayor número de directores “independientes”, de acuerdo con su definición legal en Chile.

Estos avances serían el reflejo por una parte, del esfuerzo de las propias empresas por mejorar sus prácticas de gobernanza corporativa pero, por otra, serían la respuesta a exigencias de regulaciones en otros mercados para las empresas que transan en ellos, por ejemplo, el mercado bursátil de Estados Unidos exige contar con un Comité de Auditoría de composición independiente.

En este mismo ámbito, la tercera encuesta anual del *Audit Committee Institute*, de KPMG,²⁷ realizada durante el período de noviembre 2007 y marzo 2008, que analiza desde diversas dimensiones el Comité de Auditoría (objetivos y metodología, responsabilidades de supervisión, procesos y efectividad, temas e iniciativas, composición y antecedentes de sus miembros, relaciones con otras funciones de la compañía y ejecutivos principales), entregó el siguiente resultado :

- Comité de Auditoría: se observa que los temas substanciales de agenda son administración de riesgos y seguridad informática. En estos ámbitos hay también un gran

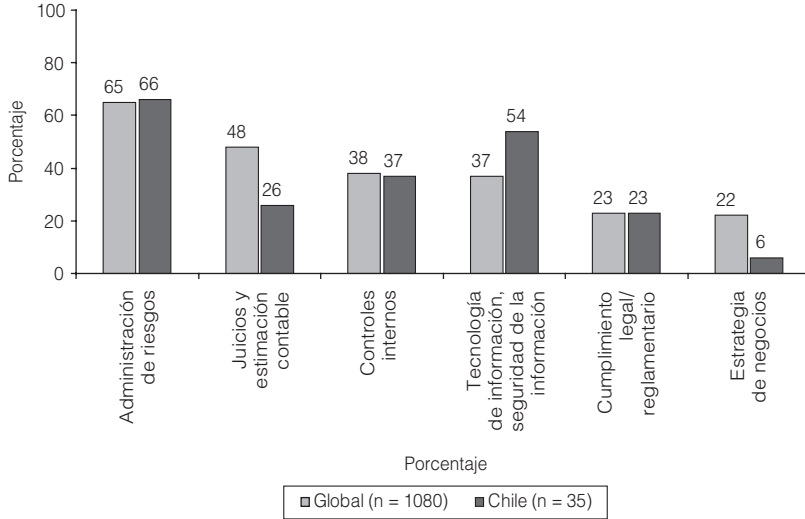
²⁵ Icare y McKinsey, 2007.

²⁶ Paul, L., 2004; Icare y McKinsey, 2007.

²⁷ ACI, Chile, 2008. Esta encuesta tiene por objetivo medir el *input* de los Miembros del Comité de Auditoría (CA) sobre las prácticas, tendencias, y desarrollos, incluyendo aspectos tales como: responsabilidades de supervisión, procesos y efectividad, temas e iniciativas, composición y antecedentes del CA y sus miembros, relaciones con funciones de otra compañía y ejecutivos. Los encuestados eran Miembros del Comité de Auditoría de al menos una empresa con casa matriz en Chile.

Gráfico VI.4

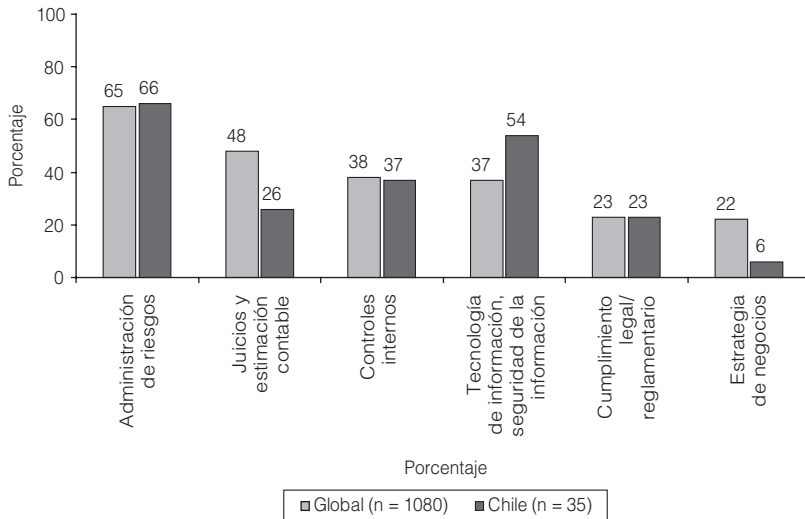
¿QUÉ ÁREAS DE SUPERVISIÓN SERÁN LAS MAYORES PRIORIDADES EN SU AGENDA DEL COMITÉ DE AUDITORÍA PARA 2008?



Fuente: ACI, Chile 2008.

Gráfico VI.5

¿CÓMO CLASIFICARÍA USTED LA EFECTIVIDAD GENERAL DE SU COMITÉ DE AUDITORÍA COMPARADO CON CINCO AÑOS ATRÁS?



Fuente: ACI, Chile 2008.

descontento respecto de la información que viene de la gerencia. En cuanto al grado de satisfacción en relación con el enfoque de la gerencia en el desempeño financiero a largo plazo, este es sólo regular.

- Efectividad del Comité de Auditoría: un 83% cree que es más efectivo que hace 5 años, lo que indica la creciente importancia de su rol. Asimismo, se señala que lo que más requiere mejorar es la gestión del riesgo informático, existiendo un alto nivel de satisfacción respecto a los juicios y estimaciones financieras de la gerencia, los reportes financieros y el cumplimiento de la regulación.
- Evaluación de los miembros del comité: considerando que en Chile no existe esta evaluación, un 69% de los encuestados cree que esto mejoraría su desempeño. Por otra parte, tampoco hay *feedback* de los auditores internos y externos sobre el desempeño del comité de auditoría. En la muestra se infiere que, a nivel global, este factor está presente en un 50% de los casos.
- Capacitación del Comité de Auditoría: por una parte, se percibe un alto nivel de satisfacción con los esfuerzos de la gerencia por educar a sus miembros sobre reporte financiero y desarrollos contables. En contraposición, las horas dedicadas a los programas de capacitación el año pasado fueron sólo dos en relación con un promedio de doce en la muestra global; la gran mayoría no tuvo ningún programa de capacitación y tampoco hay estímulos de la empresa para asistir a programas de capacitación externos. Esto plantea un desafío de gran relevancia en términos de definir programas de capacitación para los Comités de Auditoría.

Gráfico VI.6

EN SU OPINIÓN, ¿HASTA QUÉ PUNTO LA EVALUACIÓN DEL DESEMPEÑO DEL MIEMBRO INDIVIDUAL DEL COMITÉ DE AUDITORÍA MEJORARÍA LA EFECTIVIDAD GENERAL DE COMITÉ DE AUDITORÍA?

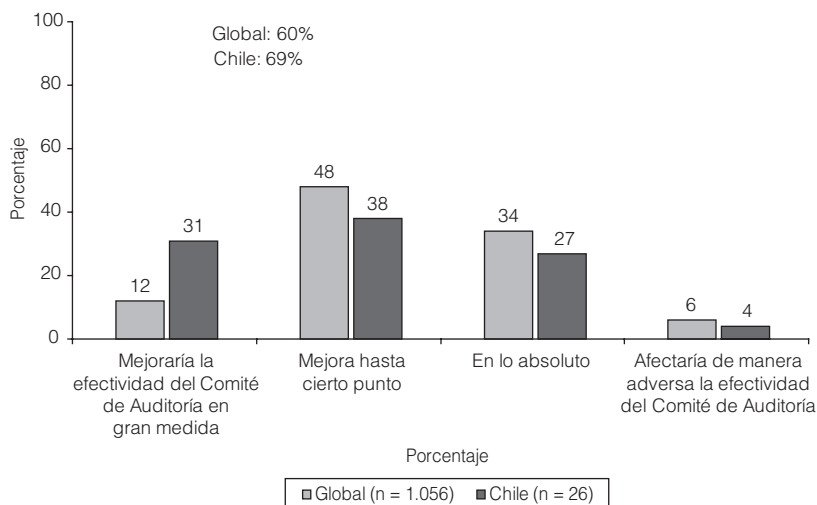
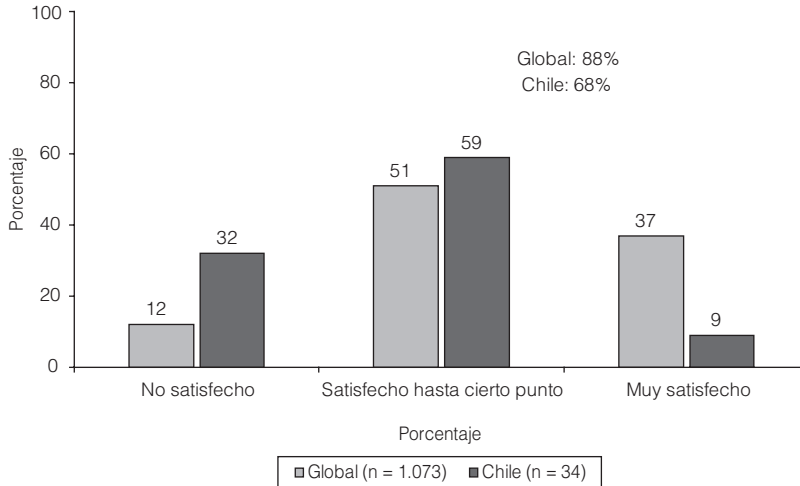


Gráfico VI.7

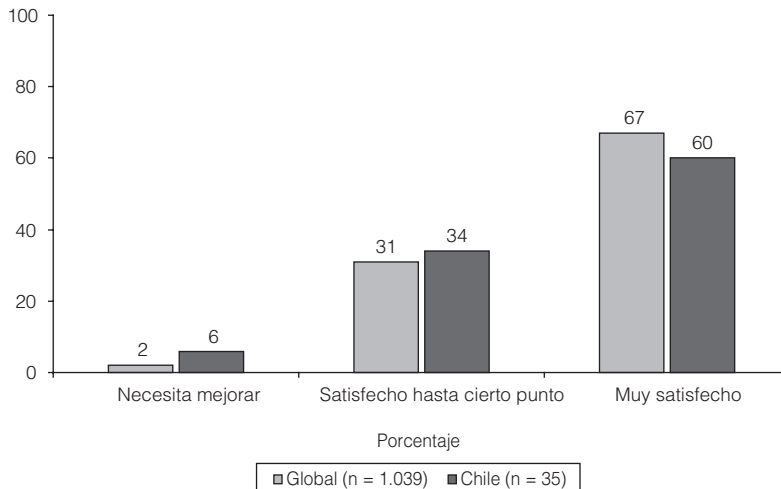
¿CUÁN SATISFECHO ESTÁ USTED CON LOS ESFUERZOS DE LA GERENCIA POR EDUCAR AL COMITÉ DE AUDITORÍA SOBRE EL REPORTE FINANCIERO Y LOS DESARROLLOS CONTABLES QUE AFECTAN A LA COMPAÑÍA?



Fuente: ACI, Chile 2008.

Gráfico VI.8

MIRANDO HACIA 2007 ¿CUÁN SATISFECHO ESTÁ USTED DE QUE LA AGENDA 2007 DE SU COMITÉ DE AUDITORÍA TRATÓ ADECUADAMENTE LOS ASUNTOS QUE NECESITABAN ATENCIÓN Y SUPERVISIÓN?



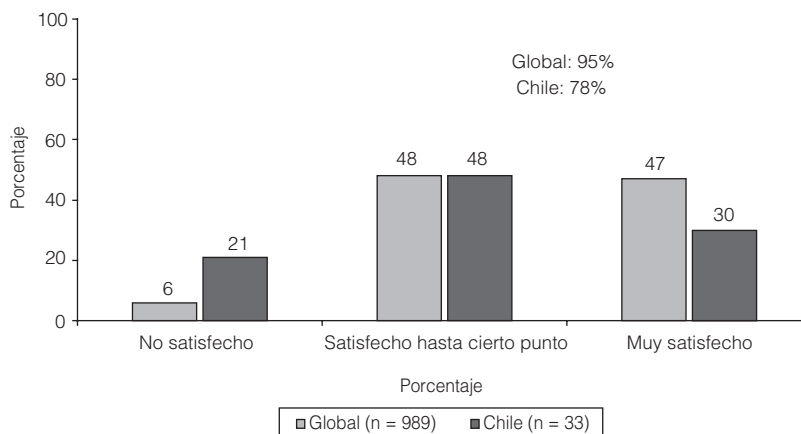
Fuente: ACI, Chile 2008.

- **Agenda del Comité de Auditoría:** existe una alta satisfacción sobre su manejo de asuntos claves, excepto en la administración del riesgo informático, la gestión de riesgos en general, el control de fraudes y las políticas de manejo de información reservada. Dentro de las mejorías deseadas, en los documentos previos a las reuniones del comité, está la de tener mayores indicadores comparativos con la industria y, en general, se destaca la necesidad de mayor calidad de los materiales para mejorar la efectividad y eficiencia de las reuniones. En lo referente al tiempo dedicado al Comité de Auditoría, el número de reuniones realizadas el año pasado es significativamente mayor que en otras partes del mundo. De sus integrantes, un 96% es especialista financiero, lo que indica un alto nivel técnico en el comité.
- Finalmente, existiría un alto grado de satisfacción con el valor entregado por la función de auditoría interna; también se aprecia esta función como separada de la línea de mando ejecutivo y que este cargo no está siendo usado para escalar a un posición más alta de gerencia.

En síntesis, se aprecia una creciente actividad que busca profesionalizar los directorios y, mejorando desde esta perspectiva, la GC de las compañías. Particularmente, la encuesta de ACI analiza el Comité de Auditoría desde diversas dimensiones, entre las cuales destacan sus objetivos y metodología; las responsabilidades de supervisión, procesos y efectividad; temas e iniciativas; composición y antecedentes de sus miembros; relaciones con otras funciones de la compañía y ejecutivos principales. Así mismo, demuestra que se otorga gran valor a ser inquisidores con la gerencia, al buen desempeño de los comités especializados y a mejorar las agendas de trabajo con los auditores externos. De hecho, a esta última función, destinan considerablemente más tiempo que en el pasado.

Gráfico VI.9

¿CUÁN SATISFECHO ESTÁ USTED DE QUE LA FUNCIÓN DE AUDITORÍA INTERNA DE SU EMPRESA ENTREGA EL VALOR QUE DEBERÍA A LA COMPAÑÍA?



En conclusión, es posible afirmar que –después de la reforma regulatoria de GC en Chile– el tema se dinamizó con fuerza en el ámbito privado, incorporando y desarrollando herramientas propias de un buen gobierno, y otorgándole un rol conductor más significativo al directorio. Desde esta perspectiva, es plausible indicar que el impacto de los cambios legales fue más allá del marco regulador, generando también una cultura societaria diferente.

b) Divulgación de información

De acuerdo con el estudio de Icare y McKinsey (2007), Chile avanzó dos puntos porcentuales respecto a la evaluación del año 2004, pasando de 88 a 90% de cumplimiento, cifra que muestra un positivo resultado de la acción conjunta entre el sector público, a través de la regulación y fiscalización, y la mayor autorregulación por parte del sector privado.

c) Participación y derechos de los accionistas

El estudio de Icare McKinsey (2007) indica que respecto a la “participación y derechos de los accionistas”, hubo una mejora importante en relación a la medición anterior, incrementándose de un 58% (2004) a un 64% (2007). Dicho aumento podría explicarse por la mayor presencia de directores “independientes”, los que son elegidos sin la votación del controlador en la composición del directorio, destacándose la mayor participación de accionistas minoritarios, tales como las AFP.

d) Informe ROSC

Durante el año 2003, el Banco Mundial llevó a cabo el análisis del sistema de GC chileno en el marco del informe ROSC para Chile (Report on the Observance of Standards and Codes). En dicho análisis resaltó el hecho de que más de la mitad de los principios de gobernanza corporativa de la OCDE son amplia o totalmente observados por la regulación chilena. El Banco Mundial concluyó que no existen principios “materialmente no observados” o “no observados”. En síntesis, el informe muestra un amplio grado de cumplimiento de los principios de la OCDE.

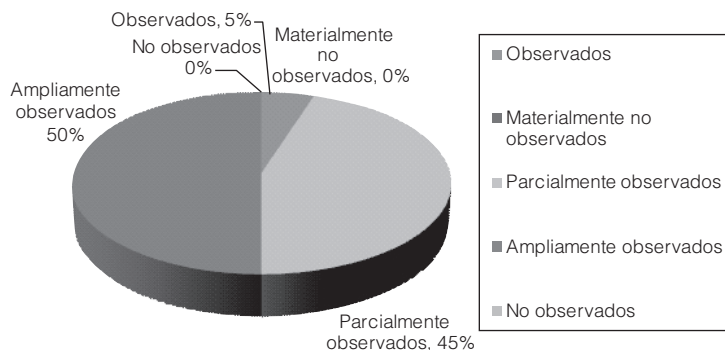
En resumen, y a la luz de los datos de las evaluaciones de ACI, del estudio Icare McKinsey (2007) y del Informe ROSC, es posible observar un claro avance en Chile en materia de GC.

C. PROPUESTAS PARA MEJORAR LA GOBERNANZA CORPORATIVA (GC) EN CHILE

1. Gobernanza corporativa en empresas privadas

La Ley de Opas y GC desató un mayor debate social en torno a estas materias, tanto en las empresas del Estado como en las privadas, y también ha inducido una mayor presión por cambios adicionales. En este marco, es necesario considerar el Mensaje N°563-355 del 28 de agosto de 2007, dónde el poder Ejecutivo ingresó a trámite en el Congreso un proyecto de ley que intro-

Gráfico VI.10
INFORME ROSC PARA CHILE, 2003



Fuente: Informe ROSC Chile - Corporación Governance. World Bank.

duce perfeccionamientos a la normativa que regula la GC de las empresas.²⁸ El texto se basa en cuatro principios fundamentales: transparencia; corregir asimetrías de información y reducir los costos de información y coordinación; fortalecimiento de los derechos de los accionistas minoritarios; y autodeterminación. Además abarca distintos contenidos:

- Divulgación de información al mercado
- Uso de información privilegiada
- Directores independientes
- Comité de directores
- Operaciones con partes relacionadas y conflictos de interés
- Funcionamiento de la junta de accionistas
- Voto de accionistas
- Auditoría externa
- Perfeccionar aspectos de la ley de Oferta Pública de Adquisición de Acciones (OPA).

Respecto del uso de información privilegiada, introduce la prohibición de vender los valores cuando se está en posesión de información de este tipo. El proyecto distingue la presunción de posesión de información (aplicable a los sujetos que se desempeñan dentro de la administración de la empresa), de la presunción de acceso a la información (aplicable a actores que interactúan con la administración, sin ser parte de ella), lo que se traducirá en un estándar más alto para los primeros.

También exige a los corredores y agentes de valores adoptar y hacer públicas las políticas que regulen las obligaciones y responsabilidades por el mal uso de la información de transacciones de sus clientes o de recomendaciones de sus analistas.

²⁸ www.bcn.cl/actualidad_legislativa

El proyecto establece que será responsabilidad del directorio que las empresas adopten y hagan pública una política interna que determine las obligaciones y responsabilidades de sus ejecutivos principales respecto de la transacción de valores de la compañía. En este caso, las empresas podrán optar por alguna de las alternativas contenidas en la ley: prohibición temporal, restitución a la empresa de las utilidades obtenidas en periodos determinados, prohibición total, etc. Además, deberán aplicar una multa prevista en la ley, cuyo monto será, por lo menos, igual al beneficio ilegítimamente obtenido.

En relación con la auditoría externa, el proyecto de ley (incorporando algunas de las indicaciones realizadas en el período de discusión) plantea lo siguiente:

- Elevar los estándares aplicables a los auditores externos, para garantizar una mayor seguridad e idoneidad técnica. Para estos efectos, se introducen normas que buscan asegurar la rigurosidad de los informes de auditoría y la obligación de los auditores de asistir a la junta para responder las preguntas de los accionistas. Asimismo, se imponen ciertas prohibiciones e incompatibilidades para los socios de las empresas de auditoría externa. Se agrega que “las empresas de auditoría externa, en la prestación de sus servicios de auditoría externa, responderán hasta de la culpa leve por los perjuicios que causaren”.
- En relación con la rotación de las empresas de auditoría externa, no obliga a la rotación de las firmas sino a la rotación del socio a cargo de la auditoría, para lo cual indica que “ningún socio de una empresa de auditoría externa podrá conducir la auditoría de la misma entidad por más de 5 años seguidos” y que se podrá solicitar la rotación de los socios y equipos de trabajo cuando la empresa haya prestado servicios para la sociedad por un período ininterrumpido de 5 o más años.

En general, los planteamientos en esta área siguen estrechamente los principios o recomendaciones de IFAC (Internacional Federation of Accountants) y IOSCo.

2. Gobernanza corporativa en empresas del Estado

Con respecto a este proyecto de ley, algunos actores del mercado plantean con inquietud la prioridad del Ejecutivo para resolver diversas materias sobre GC de las sociedades anónimas, sin antes resolver los temas de GC de las empresas públicas. Estas últimas pertenecen a todos los chilenos y su gestión está entregada al Estado, lo que claramente genera el conocido problema de agencia. Por tanto, falta avanzar en este sentido, ya que aunque han existido algunas iniciativas para mejorar la GC de las empresas públicas, por ejemplo en Codelco, estas aún no se han materializado.

Conceptualmente, no hay razón para distinguir entre las exigencias aplicadas a empresas privadas o del Estado. Una buena gobernanza corporativa implica adecuados *checks and balances* que facilitan el pensamiento estratégico y dan perspectivas diferentes a la administración; directores independientes, competentes y prestigiados, que pueden realizar aportes claves en el proceso de toma de decisiones, crear valor de largo plazo y aumentar la confianza de la empresa en el medio.

Recuadro VI.3

El Ejecutivo envió al Congreso, en marzo de 2007, un proyecto que propone que el directorio de Codelco cuente con las mismas facultades y atribuciones establecidas para el funcionamiento de las sociedades anónimas (Ley 18.046). Además, establece que la administración de la empresa es responsabilidad exclusiva del directorio, más allá de las facultades y atribuciones que éste pueda delegar en el Presidente Ejecutivo.

Los objetivos de la iniciativa son:

- Dotar a Codelco de una gestión eficiente y con claras orientaciones comerciales, importante si se considera el ambiente altamente exigente y competitivo en el que se desenvuelve.
- Avanzar en materia de hacer aplicable a Codelco, por ley, las normas que sobre transparencia y entrega de información son exigidas a las sociedades anónimas abiertas.

Parte de la justificación del cambio propuesto es prever y evitar que el nombramiento y remoción de sus directores dependa exclusivamente del ciclo político.

Asimismo, se plantea modificar la Ley N° 19.137 que establece normas sobre pertenencias mineras de Codelco, para adecuarla a la nueva GC de la cuprífera estatal.

Fuente: Biblioteca del Congreso Nacional de Chile.

Adicionalmente, la experiencia internacional arroja buenos resultados para aquellas empresas del Estado que han colocado un porcentaje accionario minoritario en el público, tal es el caso en Colombia y Brasil donde los procesos han sido particularmente exitosos. Las compañías han podido llevar a cabo mayores proyectos de inversión, sin presionar al presupuesto público, lo que les ha permitido crecer más, mejorar las condiciones de sus trabajadores y su solvencia financiera. También el Estado ha podido recibir más dividendos, lo que ha significado una mayor capacidad para emprender proyectos sociales. Es decir, se trata de un círculo virtuoso donde todos ganan.

D. CONCLUSIONES

El desarrollo de los mercados de capitales requiere un marco normativo que asegure alta confiabilidad. Los inversionistas externos, sean contribuidores de deuda o capital a las compañías, esperan ser tratados de manera justa. En estas circunstancias, era imprescindible para Chile mejorar la protección de los accionistas minoritarios en los ámbitos de gobiernos societarios, tomas de control y mercado de valores.

La Ley de Opa estableció como regla general la obligación de realizar cambios de control, se limitaron las series de acciones con derechos políticos distintos, se mejoraron los estándares y los tiempos de información al mercado, y se instauraron el principio de prorrata, procedimientos transparentes y competitivos para llevar a cabo una OPA. Del mismo modo, definió el concepto de director independiente, creó los comités de directores y reguló las operaciones entre partes relacionadas.

Desde entonces, se han llevado a cabo varios procesos de tomas de control a través de OPAS, beneficiándose ampliamente los inversionistas minoritarios de la participación del premio por control. Esto ha permitido mejorar el proceso de asignación de recursos en la economía estimulando cambios de control eficientes. Como es lógico, también han formado parte del debate público elementos que harían más eficaz la ley, como es la eliminación del concepto de “precio sustancialmente superior al de mercado” y la definición de control cuando éste se ejerce a través de pactos.

Las transacciones con partes relacionadas también han podido ser objeto de mayor fiscalización. Se han formado comités de directores integrados mayoritariamente por directores independientes, y se han discutido y votado en juntas de accionistas los temas más sensibles en estas materias.

En el caso del sistema de pensiones chileno, éste requiere un mercado de valores eficiente donde asignar los recursos que se acumulan en las cuentas de los afiliados. Lo anterior ha demandado continuas modernizaciones al mercado de capitales; estas sucesivas reformas han permitido generar un ambiente transparente para la operación del sistema de pensiones privado. Recientemente, en materias de GC –donde se busca la promoción de una mayor responsabilidad de las administradoras en la gestión de inversiones– la reforma previsional consideró algunas medidas que buscan delegar en las AFP una mayor cuota de responsabilidad en la gestión de los fondos de pensiones: obligación de los directorios de las AFP de establecer Políticas de Inversión para los fondos de pensiones, explicitando objetivos, elegibilidad de instrumentos y emisores, niveles de diversificación y de riesgo, entre otros; obligación de las AFP de constituir comités de inversiones en sus directorios, responsables de: i) el cumplimiento de las políticas de inversiones definidos por el directorio; ii) la definición y monitoreo de procedimientos de resolución de conflictos entre accionistas y afiliados; iii) la definición de criterios para nombrar y evaluar candidatos a directorios en las empresas donde los fondos mantienen inversión.

Sin embargo, lo más importante ha ocurrido más allá del plano normativo: se ha generado una cultura societaria diferente.

En el ámbito privado, se puede observar que los grupos controladores de las empresas han percibido los beneficios de contar con una buena regulación en materias de GC, lo que ha implicado un ambiente más transparente y confiable para hacer negocios y, también, financiamiento más barato. En la actualidad, varias firmas entregan reportes de GC o de responsabilidad social empresarial (RSE), junto con sus reportes financieros anuales y también se han establecido códigos de ética, especialmente para el tratamiento de conflictos de interés e información privilegiada. Además, todas las compañías tienen un departamento de relaciones con inversionistas.

Es así como los accionistas minoritarios, particularmente los fondos de pensiones y, en forma creciente, otros inversionistas, han podido actuar con mayor efectividad. Ha sido clave el papel que han jugado en la determinación del precio de una OPA; en la elección de directores que, por su carácter de independientes, han integrado los comités de directores, una de cuyas funciones es revisar las transacciones con partes relacionadas; y en votaciones materiales en las juntas de accionistas. En otras palabras, los ciudadanos accionistas directos e indirectos (a través de sus fondos de pensiones) han podido comprobar cómo en Chile prevalecen final-

mente las normas que exigen a directores y ejecutivos el cumplimiento de los deberes de lealtad y cuidado respecto de las compañías que dirigen y de todos sus accionistas.²⁹

Por otro lado, lo sucedido con el caso Chispas y su emblemático fallo judicial asentó este proceso de cambios y fortaleció los derechos de los accionistas minoritarios en Chile. Los infractores, que eran directores y altos ejecutivos de una de las empresas más grandes de América Latina, recibieron finalmente una sanción ejemplar. Lo anterior ha generado la percepción pública de que la regulación del mercado de valores se impone tanto a los comportamientos abusivos de pequeños participantes como a aquellos agentes que pueden ser protagonistas del mercado.

Asimismo, los tribunales de justicia en Chile han mostrado una mayor preocupación por la correcta aplicación de la Ley de Valores y la Ley de Sociedades Anónimas, especialmente en materias de GC. Todos los casos judiciales han sido resueltos en favor de la SVS, lo que ha significado una fuerte señal al mercado en términos de transparencia y buen comportamiento, ya que las sanciones de la SVS han sido ratificadas en las cortes.

En síntesis, se puede decir que la Ley de Opas y los diversos cambios regulatorios en el ámbito de GC, más allá de los efectos propios de las iniciativas legales en su propio ámbito, han producido un cambio cultural, lo que ha sido un factor fundamental para aumentar la confianza, transparencia y justicia del sistema, permitiendo un mayor desarrollo del mercado de capitales y el perfeccionamiento del sistema de asignación de recursos de la economía.

No obstante lo anterior, quedan aún pendientes algunos desafíos. Entre estos destaca especialmente perfeccionar las prácticas de gobernanza corporativa en empresas e instituciones públicas. En efecto, hay un amplio espacio para especificar de mejor forma los respectivos derechos de control, las prácticas de directorio y el fortalecimiento de iniciativas que permitan un mejor control de riesgos. En el ámbito privado, la mayor parte de los estudios indican que es necesario mejorar las conductas del directorio en contraposición al marco regulatorio que se estima bien desarrollado. En general, las iniciativas del ejecutivo apuntan bien a ambas áreas, por lo cual, podría esperarse un positivo desempeño en el futuro. Finalmente, se ha dado un paso importante en requerir estándares mínimos de gobernanza corporativa a las AFP, que tienen la particularidad de gestionar ahorros obligatorios. Su implementación es aún muy reciente para efectuar evaluaciones; sin embargo, lo más probable es que tome varios procesos de aproximación antes de entrar en régimen.

E. ALGUNAS RECOMENDACIONES

- Por diversas razones, en Chile se optó por modificar el marco regulatorio para mejorar los estándares de gobierno corporativo. Después de prácticamente diez años, es posible señalar con propiedad que fue una transformación exitosa. La ley de Opas, que fue fuertemente debatida en el Congreso y por la prensa, generó también una nueva cultura societaria, es decir, se trató de un cambio de alto impacto que fue mucho más allá del ámbito del mercado de valores. Sin embargo, una iniciativa legal es usualmente más difícil de llevar a cabo que una de carácter normativo o de autorregulación. Antes de cualquier decisión de política pública es conveniente analizar con racionalidad

²⁹ Clarke, A., 2008.

las probabilidades de materializar una u otra, de acuerdo con las propias realidades políticas.

- En este plano, la actual crisis económica validó el papel regulador del Estado, los buenos marcos de regulación y la supervisión firme. Por el contrario, también dejó muchas dudas respecto a la efectividad de la autorregulación.
- En esa perspectiva, es posible que en los países donde la dificultad y resistencia política a este tipo de ideas sea mayor, sea mejor optar por modelos de autorregulación. Aunque es necesario, una vez las sociedades hayan internalizado el conjunto de valores que componen la iniciativa de GC, establecer esas premisas en el marco legal. Esto dará estabilidad de largo plazo y se logrará institucionalizar mejor esos cambios.
- Como iniciativa política, el proyecto de Ley de Opas fue enviado al Congreso con otro conjunto de propuestas que apuntaban a desarrollar el mercado: se fortalecía el marco regulatorio y también se facilitaba la operación en otras áreas, es decir, la vieja teoría de la zanahoria y el garrote. Esta combinación fue clave para su aprobación en el parlamento. No fue esta la experiencia de otros países de la región donde algunos de estos proyectos fueron modificados sustancialmente o simplemente no pasaron la valla del parlamento.
- El concepto y aplicación práctica de la buena GC tiene una analogía cercana a diversos tipos de organizaciones. Se abren espacios en el debate social para mejorar efectivamente los gobiernos societarios de las entidades y empresas públicas, inversionistas institucionales, municipalidades, partidos políticos, etc. Es decir, se abre una cadena de oportunidades en áreas políticamente más complejas y de profundo impacto social. Apostar a estas reformas también es apuntar a una mayor transparencia y control social sobre esas organizaciones. Hay que aprovechar el momento.
- Elección de directores. Es común que los directores de las empresas sean presentados como candidatos en la misma junta y electos por aclamación. No existe un procedimiento bien definido que especifique plazos, inscripciones, acceso a los votantes en las juntas (accionistas), etc., ni que se encargue de equilibrar las reglas de competencia para optar a dicho cargo. Es necesario hacerse cargo de este tema y formalizar más los procesos electorarios.
- Hay dos áreas de particular potencialidad e impacto que pueden ser fuertemente aprovechadas por las economías regionales: los inversionistas institucionales y los directorios. En el primer caso, en varios países existen administradoras de fondos de pensiones –sean de propiedad pública o privada– y el hecho de que gestionen ahorros previsionales obligatorios otorga base política a la sociedad para demandar que sus estatutos de inversión consideren, como elemento gravitante, buenas prácticas de GC en aquellas sociedades en las cuales invierten. Normalmente, estas entidades también son reguladas y cuentan con un supervisor dedicado, por lo cual, también existe institucionalidad en condiciones de disponer esos cambios. Asimismo, las AFP son jugadores cada vez más importantes en el mercado, por tanto, cualquier modificación en este ámbito será de alto impacto.
- En el caso de los directorios, es relativamente poco lo que se ha establecido como materias obligatorias para ser resueltas en estas instancias. Como antecedente adicional, hay que indicar que la crisis económica actual también ha puesto de manifiesto el nulo

rol o desconocimiento de los directorios en materias cruciales para sus compañías. Los marcos regulatorios, en general, no establecen definiciones o decisiones mínimas que deban ser parte de este órgano. Surgen temas como políticas de riesgo, compensación de ejecutivos, transacciones con partes relacionadas, políticas de tratamiento de conflictos de interés, políticas relativas al manejo de información privilegiada, etc., que deberían ser determinadas por el directorio. Cabe destacar que una aproximación regulatoria de este tipo permite multiplicar los agentes supervisores; en este caso, al ser el directorio el responsable explícito de determinados ámbitos, se obliga a desarrollar los instrumentos para dar cumplimiento a las correspondientes políticas adoptadas.

ANEXOS

Anexo VI.1

Ley 18.046 de Sociedades Anónimas

Derechos de los accionistas

Art. 7 establece que las empresas deben llevar un registro de accionistas, incluyendo domicilio y número de acciones.

Art. 14 indica que los estatutos de las sociedades anónimas abiertas no podrán estipular disposiciones que limiten la libre cesión de las acciones.

Art. 31 establece que la administración de la sociedad la ejerce un directorio elegido por la junta de accionistas. Los estatutos de las sociedades anónimas deben establecer el número de directores. La renovación del directorio es total y se efectúa al final de su período, el cual no puede exceder tres años. Los directores podrán ser reelegidos indefinidamente en sus funciones. A falta de disposición expresa de los estatutos, se entenderá que el directorio se renovará cada año.

Art. 54 obliga a que la memoria, balance, inventario, actas, libros e informes de auditores externos y, en su caso, de los inspectores de cuentas, queden a disposición de los accionistas para su examen en la oficina de la administración de la sociedad, durante los quince días anteriores a la fecha señalada para la junta de accionistas. Claro que con la aprobación de las tres cuartas partes de los directores en ejercicio, podrá darse el carácter de reservado a ciertos documentos que se refieren a negociaciones aún pendientes que al conocerse pudieran perjudicar el interés social.

Art. 55 indica que los accionistas se reunirán en juntas ordinarias y extraordinarias. Las primeras se celebrarán una vez al año, en la época fija que determinen los estatutos, para decidir respecto de las materias propias de su conocimiento sin que sea necesario señalarlas en dicha citación. Las segundas podrán celebrarse en cualquier tiempo, para decidir sobre cualquier materia de la ley o los estatutos entreguen el conocimiento de las juntas de accionistas y siempre que tales materias se señalen en la citación correspondiente.

Art. 58 establece que las juntas serán convocadas por el directorio de la sociedad. Sin embargo, el directorio deberá convocar a junta ordinaria o extraordinaria, según sea el caso, cuando así lo soliciten accionistas que representen, por lo menos, el 10% de las acciones emitidas con derecho a voto, expresando en la solicitud los asuntos a tratará la junta, la cual debe celebrarse dentro del plazo de 30 días a contar de la fecha de la respectiva solicitud.

Art. 64 indica que los accionistas podrán hacerse representar en las juntas por medio de otra persona, aunque ésta no sea accionista. La representación deberá conferirse por escrito, por el total de las acciones de las cuales el mandante sea titular.

Art. 67 establece que se requerirá la aprobación de las dos terceras partes de las acciones emitidas con derecho a voto, para los acuerdos relativos a: i) transformación de la sociedad, división de la misma y su fusión con otra; y ii) la enajenación de un 50% o más de su activo.

Art. 74 establece que en el balance general de las sociedades abiertas se incluirá como anexo una síntesis de los comentarios y proposiciones que formulen accionistas que posean o representen el 10% o más de las acciones emitidas con derecho a voto, relativas a la marcha de los negocios sociales y siempre que dichos accionistas así lo soliciten.

(Continúa en la página siguiente)

(Continuación cuadro anexo VI.1)

Ley 18.046 de Sociedades Anónimas	
Trato equitativo de los accionistas	<p>Art. 5 se refiere a la publicación por una sola vez en el Diario Oficial, entre otros puntos, del monto del capital y el número de acciones en que se divide, con indicación de sus series y privilegios si los hubiere.</p> <p>Art. 21 indica que cada accionista dispondrá de un voto por cada acción que posea o represente. Sin embargo, los estatutos podrán contemplar series de acciones preferentes sin derecho a voto o con derecho a voto limitado. Claro que no podrán establecerse series de acciones con derecho a voto múltiple.</p> <p>Art. 67 indica que las reformas de los estatutos que tengan por objeto la creación, modificación o supresión de preferencias, deberán ser aprobadas con el voto conforme de las dos terceras partes de las acciones de la serie o series afectadas.</p>
Ley 18.046 de Sociedades Anónimas	
Información y transparencia	<p>Art. 52 indica que es la junta ordinaria de accionistas la encargada de designar anualmente los auditores externos independientes, con el objeto de examinar la contabilidad, inventario, balance y otros estados financieros de la sociedad, y con la obligación de informar por escrito a la próxima junta ordinaria de accionistas.</p> <p>Art. 54 indica que la memoria, balance, inventario, actas, libros y los informes de los auditores externos deben quedar a disposición de los accionistas para su examen, durante los 15 días anteriores a la fecha señalada para la junta de accionistas.</p> <p>Art. 59 establece que la citación a la junta de accionistas se efectuará por medio de un aviso destacado que se publicará, por lo menos, por tres veces en días distintos en el periódico del domicilio social que haya determinado la junta de accionistas o en el Diario Oficial (en casos especiales). En las sociedades abiertas, deberá enviarse una citación por correo a cada accionista con una anticipación mínima de quince días a la fecha de celebración de la junta, la que deberá contener una referencia a las materias a ser tratadas en ella. El art. 60 indica que podrán celebrarse válidamente aquellas juntas a las que concurran la totalidad de las acciones emitidas con derecho a voto, aun cuando no hubieren cumplido con las formalidades requeridas para su citación.</p> <p>Art. 73 establece que la información contable de la empresa debe llevarse conforme con los principios de contabilidad generalmente aceptados.</p> <p>Art. 76 indica que las sociedades anónimas deben publicar en un diario de amplia circulación todas las informaciones que determine la SVS sobre balances y estados de resultados, debidamente auditados. Esto debe hacerse con no menos de 10 ni más de 20 días de anticipación a la fecha de la junta de accionistas. Además deben ser presentados en el mismo plazo a la Superintendencia.</p> <p>Art. 83 indica que las actas de las juntas o de acuerdos de directorio pueden ser certificadas por la SVS, en el caso de sociedades anónimas abiertas, y por un notario en el caso de las cerradas. Dicho documento constituye título ejecutivo en contra de la sociedad para demandar el pago de los dividendos ahí establecidos.</p>

(Continúa en la página siguiente)

(Continuación cuadro anexo VI.1)

Ley 18.046 de Sociedades Anónimas

Responsabilidades del directorio

Art. 31 establece que la junta de accionistas elige a los directores, y que podrán ser reelegidos anualmente en forma indefinida.

Art. 33 establece que los estatutos determinarán si los directores son remunerados y el monto será fijado anualmente por la junta ordinaria de accionistas.

Art. 38 establece que el directorio sólo podrá ser revocado en su totalidad por la junta ordinaria o extraordinaria de accionistas, no procediendo la revocación individual de sus miembros.

Art. 39 establece que los directores elegidos por un grupo o clase de accionistas tienen los mismos derechos y deberes para con la sociedad y los accionistas que los directores restantes.

Art. 40 establece que el directorio representa judicial y extrajudicialmente a la sociedad.

Art. 41 establece que los directores deberán emplear en el ejercicio de sus funciones el cuidado y diligencia que los hombres emplean en sus propios negocios, y responderán solidariamente de los perjuicios causados a la sociedad y a los accionistas por sus actuaciones dolosas o culpables.

Art. 42 prohíbe, entre otras cosas, que los directores actúen guiados por su propio interés y el art. 44 regula los conflictos de interés.

Art. 47 establece que las reuniones de directorio se constituirán con la mayoría absoluta del número de directores titulares.

Art. 50bis establece que las sociedades anónimas deberán designar comité de directores cuando tengan un patrimonio bursátil igual o mayor a UF1.500.000. Además indica sus facultades y deberes: i) examinar informes de inspectores de cuentas y de auditores externos, el balance y demás estados financieros; ii) proponer al directorio auditores externos y clasificadoras de riesgo; iii) examinar antecedentes de actos y contratos en que directores tengan conflictos de interés y las operaciones entre sociedades relacionadas; iv) examinar sistemas de remuneraciones a ejecutivos; v) otras materias encomendadas por estatutos, junta general o directorio. Además indica que el comité estará integrado por 3 miembros, la mayoría independiente del controlador.

Anexo VI.2**Ley 18.045 del Mercado de Valores**

Información y transparencia

Art. 10 indica que las entidades inscritas en el Registro de Valores deberán proporcionar a la Superintendencia y al público en general la misma información a que están obligadas las sociedades anónimas abiertas y con la periodicidad, publicidad y en la forma que se exige a éstas. Asimismo deberán divulgar en forma veraz, suficiente y oportuna, todo hecho esencial respecto de ellas mismas al momento que ocurra o llegue a su conocimiento.

Art. 11 Las citaciones a juntas de accionistas o asambleas de socios que se efectúen por entidades distintas a las sociedades anónimas, pero sujetas a la fiscalización de la Superintendencia de conformidad con esta ley, deberán a lo menos ser enviadas por correo a cada asociado, con una anticipación mínima de 15 días a la fecha en que se celebrará la reunión respectiva y deberán contener una referencia a las materias a ser tratadas en ella.

Art. 13 indica que la SVS determinará, mediante norma de carácter general, los medios alternativos a través de los cuales las sociedades fiscalizadas podrán enviar o poner a disposición de sus accionistas y demás inversionistas, los documentos, información y comunicaciones que establece esta ley.

Art. 54 indica que toda persona que, directa o indirectamente, pretenda tomar el control de una sociedad anónima que haga oferta pública de sus acciones, cualquiera sea la forma de adquisición de las acciones, comprendiéndose incluso la que pudiese realizarse por suscripciones directas o transacciones privadas, deberá previamente informar tal hecho al público en general.

Artículo 54 A indica que dentro de los dos días hábiles siguientes a la fecha en que se perfeccionen los actos o contratos mediante los cuales se obtenga el control de una sociedad que haga oferta pública de sus acciones, deberá publicarse un aviso en el mismo diario en que se haya efectuado la publicación señalada en el artículo anterior, que dé cuenta de ello, comunicándolo a la sociedad anónima que se pretende controlar, a las sociedades que sean controladoras y controladas por la sociedad cuyo control se pretende obtener, a la Superintendencia y a las bolsas en donde transen sus valores.

El Título XXI tiene como eje central la información privilegiada, la que define en el art. 164 como: "cualquier información referida a uno o varios emisores de valores, a sus negocios o a uno o varios valores por ellos emitidos, no divulgada al mercado y cuyo conocimiento, por su naturaleza, sea capaz de influir en la cotización de los valores emitidos, como asimismo, la información reservada a que se refiere el art. 10 de esta ley. También se entenderá por información privilegiada, la que se tiene de las operaciones de adquisición o enajenación a realizar por un inversionista institucional en el mercado de valores".

Art. 166 indica quiénes se presume tienen acceso a información privilegiada, menciona entre otros a directores, gerentes, administradores y liquidadores del emisor o del inversionista institucional.

ANEXO VI.3

REGISTRO DE DIRECTORES³⁰

La Superintendencia cuenta con un Registro de Directores al cual podrán incorporarse todas aquéllas personas naturales que aspiren a recibir el apoyo de los Fondos de Pensiones en su postulación al cargo de director en las sociedades anónimas donde éstos puedan invertir sus recursos.

1. Requisitos de incorporación al registro de directores

La solicitud de incorporación al Registro de Directores debe ser efectuada directamente por el interesado, a través de la Oficina de Partes de la Superintendencia o de su página *web*, y deberá incluir lo siguiente:

- a) Una declaración jurada ante Notario Público, en la cual declare no estar en alguna de las situaciones descritas en los artículos 35 y 36 de la Ley N° 18.046 sobre Sociedades Anónimas, y en el artículo 155 del D.L. N° 3.500, y ajustándose al formato y contenidos señalados en el anexo 1.
- b) Acreditación de estudios superiores, técnicos o universitarios.
- c) Currículum vitae ajustándose al formato y contenidos señalados por la SP.
- d) Acreditar domicilio en Chile. Para tales efectos, se entenderá por domicilio el lugar donde la persona tiene su residencia –en este caso en Chile–, con el ánimo real o presunto de permanecer en ella.

2. Procedimiento de incorporación al Registro

- a) Transcurridos 10 días de recibida la solicitud de incorporación del interesado al Registro de Directores se entenderá perfeccionada, salvo observaciones que pudiere formular la SP, en cuyo caso el procedimiento se suspenderá hasta que el interesado subsane las observaciones formuladas.
- b) La información contenida en el Registro de Directores será de carácter público y estará a disposición en la página *web* y en la Oficina de Partes de la Superintendencia. Dicha información consignará lo siguiente:
 - Nombre de la persona incorporada al Registro.
 - Fecha de ingreso al Registro.
 - Fecha de la última actualización de antecedentes.
 - Sociedades anónimas respecto a las cuales se declaró inhabilitado.
 - Administradoras de Fondos de Pensiones respecto a las cuales se declaró inhabilitado.
- c) La Superintendencia podrá rechazar la incorporación de una persona al Registro de Directores, si se ha podido establecer que presentó información falsa o incompleta. En

³⁰ Fuente: Superintendencia de Pensiones.

caso de haber quedado acreditada la falsedad de la información, la SP podrá rechazar la solicitud de inscripción en el Registro de Directores en forma permanente.

- d) El rechazo de una solicitud de inscripción o la eliminación del Registro de Directores por antecedentes falsos o incompletos, o la consignación de información errónea respecto a las inhabilidades, podrá ser reclamada de conformidad a lo establecido en el inciso sexto del artículo 155 del D.L. N° 3.500 en relación con lo dispuesto en el N° 8 del artículo 94 del referido decreto ley.

3. Criterios de actualización de información en el Registro

- a) La información proporcionada por una persona incorporada al Registro debe ser actualizada cuando concurren las siguientes circunstancias:
 - 1. Cuando a su respecto concorra una inhabilidad o se produzca un impedimento que altere o modifique la información proporcionada por ella, o así lo indiquen otros antecedentes de los cuales haya tomado conocimiento la SP. La actualización de antecedentes a que se refiere este numeral deberá efectuarse dentro del plazo de tres días de ocurrido el hecho que altere o modifique la información o antecedentes que sirvieron de base para su incorporación en el Registro.
 - 2. Dentro de los 15 días siguientes del período de dos años de haberse incorporado al Registro de Directores o de haber efectuado la última actualización de antecedentes.
- b) Para tales efectos, el interesado deberá acompañar una nueva declaración jurada, conforme a los mecanismos para la inscripción en el Registro.
- c) En caso de que la persona inscrita en dicho Registro de Directores no diere cumplimiento a las obligaciones antedichas, la Superintendencia cancelará su inscripción en el Registro.
- d) La eliminación del Registro de Directores podrá también ser voluntaria, cuando así lo solicite el interesado. No obstante, no podrá ser eliminada del Registro aquella persona que tenga la calidad de director de una sociedad anónima donde se encuentren invertidos recursos de los Fondos de Pensiones y que haya accedido a dicho cargo con la votación de los Fondos de Pensiones, en tanto dure su mandato.

ANEXO VI.4

LAS REFORMAS DE MERCADO DE CAPITALES 1 Y 2

MK1

La denominada reforma de mercado de capitales 1, MK1, introduce adecuaciones de índole tributaria al mercado de capitales, eliminando el impuesto a las ganancias de capital para las acciones de alta presencia, y crea el mecanismo de Ahorro Previsional Voluntario, o tercer pilar previsional en la jerga del Banco Mundial. Este esquema permite a las personas destinar hasta 60 UF mensuales (aproximadamente US\$2.000) a cuentas de ahorro previsional, sin que ese monto sea considerado renta, es decir, exentos de impuestos. Las instituciones autorizadas a gestionar dichas cuentas de ahorro en este mercado son las compañías de seguros, bancos, AFP, administradoras de fondos y corredoras de bolsa.

En materia de inversiones de los fondos de pensiones, se crean los multifondos.

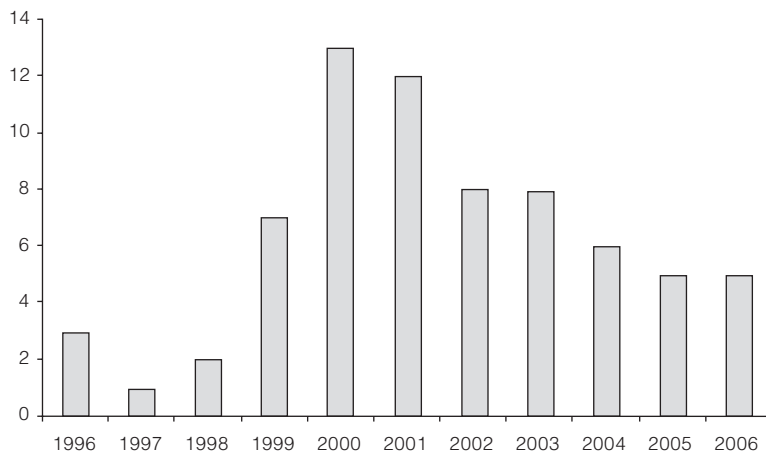
Además, flexibiliza la regulación de cartera de los fondos de inversión, fondos mutuos y compañías de seguros; crea la administradora general de fondos; facilita la internacionalización de la banca, y perfecciona leyes de sociedades anónimas y de fondos de inversión.

MK2

Se orientó fundamentalmente al desarrollo del capital de riesgo, creándose líneas de financiamiento para fondos de inversión privados con apoyo de la CORFO, que es un organismo de fomento productivo e innovación en Chile. Este programa consiste en apoyar con cuasi capital (deuda subordinada) el financiamiento de proyectos innovadores a través de estos fondos de inversión privados.

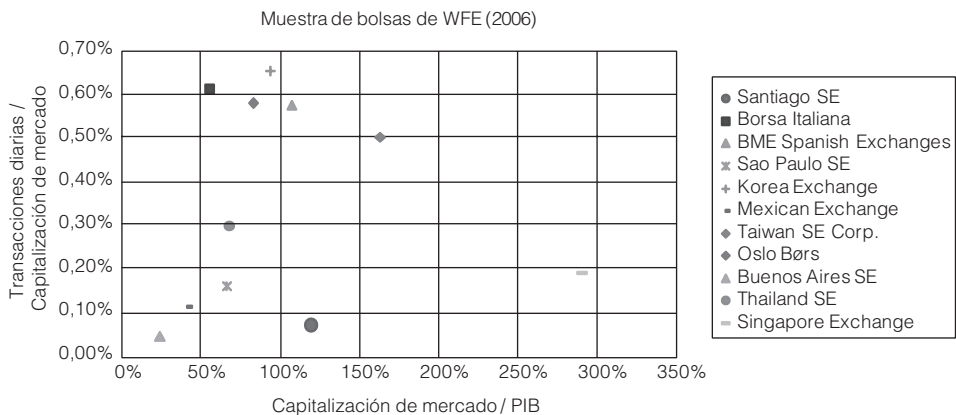
Adicionalmente, permite la demutualización de las bolsas, autoriza la votación a distancia en las juntas de accionistas, mejora los procedimientos e inhabilidades en caso de transacciones con partes relacionadas, autoriza a la SVS para requerir registros de correspondencia y de llamados telefónicos directamente. También mejora los marcos de inversión de las compañías de seguro y fondos patrimoniales.

Gráfico VIa.1
 VALOR TOTAL TRANZADO EN EL MERCADO DE ACCIONES / GDP
 VERSUS
 CAPITALIZACIÓN DEL MERCADO / PIB



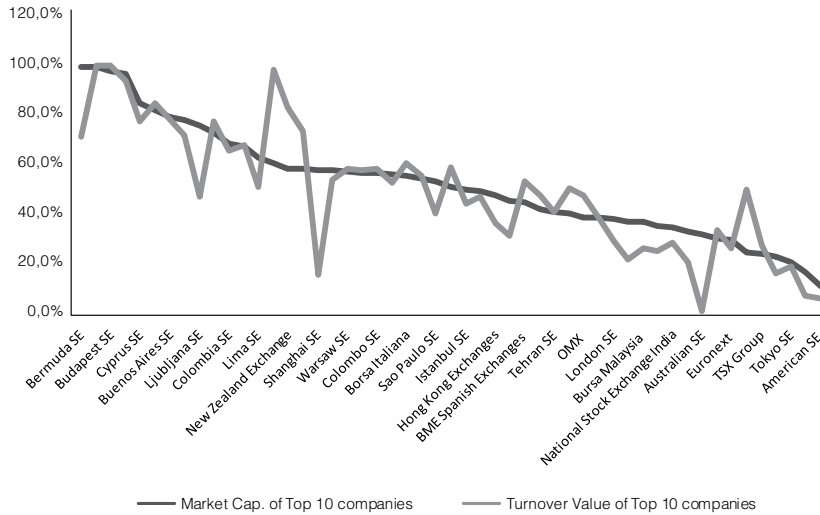
Fuente: World Federation of Exchanges.

Gráfico VIa.2
 NÚMERO DE TRANSACCIONES DIARIAS / CAPITALIZACIÓN DE MERCADO
 VERSUS
 CAPITALIZACIÓN DE MERCADO / PIB



Fuente: World Federation of Exchanges.

Gráfico Via.3
COMPAÑÍAS TOP 10 (2006)



Fuente: World Federation of Exchanges.

Bibliografía

- Arrow, K. (1974), "Essays in the Theory of Risk-bearing", Amsterdam, North Holland Publishing Company.
- Ashbaugh, H., Collins, D. y LaFond R. (2002), "The Effects of Corporate Governance on Firms' Credit Ratings".
- Banco Mundial, "Report on the Observance of Standards and Code (ROSC), Corporate Governance Country Assessment, Chile", mayo 2003.
- Berle, A. y Means C. (1932), "The Modern Corporation and Private Property", Nueva York.
- Claessens, Stijn, Djankov, Simeon y Klingebiel, D. (2000), "Stock Markets in Transition Economies", Financial Sector Discussion Paper N°5.
- Clarke, A. (2001), "Modernización del mercado de capitales chileno: la nueva Ley de Ofertas Públicas de Adquisición de Acciones y Gobierno Corporativo", Serie Documentos de Discusión N°1, Superintendencia de Valores y Seguros de Chile, mayo.
- Clarke, A. (2003), "Políticas en la implementación de Gobiernos Corporativos", Banco Interamericano de Desarrollo, octubre.
- Clarke, A. (2008), "El Caso Chispas y la reforma de gobierno corporativo en Chile", International Finance Corporation.
- Dick, A. y Zingales, L. (2003), "The Media and Asset Prices", Harvard Business School.

- Espinosa, C. (2008), “Estructura de propiedad en Chile: qué tan concentrada es y cuál es su relación con el desempeño de la firma”, Informe Área de Negocios N°66, agosto 2008, U. Santo Tomás.
- Figueroa, L. y Santibáñez, F. (2003), “Gobiernos corporativos y directores independientes”, División de Estudios, Superintendencia de Valores y Seguros de Chile.
- Garbowski, C., Dietzen, R., ACI, “3ª Encuesta anual del Comité de Auditoría Global”, Chile, abril 2008.
- Gugler, K., Mueller, D. y Yurtoglu, B. (2003), “The Impact of Corporate Governance on Investment Returns in Developed and Developing Countries”, *The Economic Journal*.
- Icare y McKinsey & Company (2007), “Potenciando el gobierno corporativo de las empresas en Chile”, abril.
- Jensen, M. y Meckling, W. (1976), “Theory of the Firm, Managerial Behavior, Agency Cost, and Ownership Structure”, *Journal of Financial Economics*.
- Johnson, S., Boone, P., Breach, A. y Friedman, E. (2000), “Corporate Governance in the Asian Financial Crisis”, *Journal of Financial Economics*.
- La Porta, R., López-de-Silanes, F., Shleifer, A. y Vishny, R. (1997), “Legal Determinants of External Finance”, *The Journal of Finance*.
- y R.W. Vishny (1998), “Law and Finance”, *Journal of Political Economy*.
- Lazen, V. y Sepúlveda, A. (2004), “Desarrollo de las tomas de control corporativo en Chile después de la Ley de Opas”, Serie de documentos de trabajo N°4, Superintendencia de Valores y Seguros de Chile.
- Lefort, F. (2007), “La contribución de las Administradoras de Fondos de Pensiones al gobierno societario de las empresas chilenas”, agosto.
- Lefort, F. y Walker E. (2001), “Gobierno corporativo, protección a accionistas minoritarios y tomas de control”, junio 2000. Serie Documentos de discusión SVS.
- Ley de Sociedades Anónimas, N°18.046.
- Ley Mercado de Valores, N° 18.045.
- Ley de Opas, N° 19.705.
- Mancilla, M. Conferencia Encuentro de Auditores Internos, Ahciet, 2003, Santa Cruz, Bolivia.
- OCDE (2004), “Principios de la OCDE para el gobierno de las sociedades”.
- Paul, L. (2004), “¿Cómo funcionan los buenos directorios?”, *Revista Administración y Economía*, Universidad Católica, N°53.
- Rossi, S. y Volpin, P. (2003), “Cross-Country Determinants of Mergers and Acquisitions”, Centre for Economic Policy Research, Discussion Paper N° 3889, Londres.
- Sarbane-Oxley Act of 2002.
- Shleifer, A. y Vishny, R. (1997), “A Survey of Corporate Governance”, *The Journal of Finance*.
- Wheelen, T., Hunger, D. y Oliva, I. (2007), “Administración estratégica y política de negocios”, Edit. Pearson, 10ª edición.

COMENTARIO DEL MINISTRO HUGO LAVADOS AL ESTUDIO DE CASO DE CHILE
PREPARADO POR ÁLVARO CLARKE

Este es un tema por cierto muy interesante y me ha tocado conocerlo en distintos momentos; en primer lugar en la época en la que encabecé en Chile la Superintendencia de Valores y Seguros y, en segundo lugar, en una ocasión en la que colaboré con CEPAL en un libro sobre el tema a raíz de una experiencia que tuve en una empresa de auditoría y asesoría financiera.

Respecto de los planteamientos de Álvaro Clarke comparto su visión, especialmente en lo relativo a la importancia de la autorregulación y la participación del sector privado en el buen diseño y el buen comportamiento de un gobierno corporativo. Personalmente, creo que no es posible modelar todo por la vía de la regulación, y esto por dos motivos: porque se pierde un punto muy importante en cuanto a lo que pasa con las empresas y los mercados, esto es, la innovación y el dinamismo. Intentarlo implica el riesgo de un marco rígido que necesariamente va un poco más atrás de lo que puede ocurrir con el mercado. En segundo lugar, como ya lo señaló Álvaro, porque materialmente es imposible que toda la regulación sea hecha directamente por un ente. Un modelo como el descrito por George Orwell no puede darse en un mundo donde existen miles de millones de transacciones instantáneas *online*. En este mundo los códigos de conducta y el respeto a la regulación pasan a ser fundamentales.

En nuestro continente, y particularmente en Chile, tenemos una situación especial –señalada por Álvaro Clarke en su documento– referida a los mercados desarrollados que a veces intentamos copiar, sin considerar que la propiedad es extremadamente concentrada. En una empresa no es extraño encontrarse con un grupo controlador que tenga el setenta u ochenta por ciento de las acciones. Esto, por cierto, genera una menor profundidad y liquidez de los mercados. Pero, además, genera una manera distinta de mirar la gobernanza corporativa porque, con concentración de propiedad y grupos económicos poderosos, los conflictos de interés son potencialmente altos. Un antecedente respecto de esto es que, a raíz de una fuerte crisis, la participación de los bancos en empresas y su vinculación crediticia están fuertemente reguladas, ya que esa situación generó conflictos.

Respecto a la gestión de los gobiernos corporativos y las estrategias de una empresa, éstas deberían surgir de tres fuentes: la regulación, la autorregulación y, en tercer lugar, la industria en que esa empresa está inserta. Esto refuerza el hecho de que un modelo no puede ser tan rígido que no permita adaptarse a las industrias. Es necesario tener en cuenta que hay empresas que están más integradas internacionalmente y otras que tienen una situación más local.

Respecto al funcionamiento de los gobiernos corporativos presentados en el documento de Álvaro Clarke, no creo que pueda haber un mercado que funcione sin decisiones propias de las empresas y sin que esto además ayude a los marcos normativos, el llamado *enforcement*. Lo que sí es claro es que se genera un problema cuando la autorregulación, el comportamiento de las empresas en el mercado, la gestión de sus directorios y de sus distintas formas de expresión, no van acompañadas de *accountability*, es decir, de dar cuenta de la gestión con transparencia y responsabilidad.

Las empresas tienen que responder por la gestión ya que, de lo contrario, el comportamiento relativamente autónomo deja de ser socialmente valorado y no parece admisible.

Respecto a la situación particular de Chile, quisiera referirme al sistema de administradoras de fondos de pensiones. Se trata de un sistema obligatorio para los empleados dependientes y en el cual hoy hay fuertes incentivos para que también los trabajadores independientes se incorporen. Por tanto, y como explicó Álvaro Clarke, eso cambia también la conceptualización de la gobernanza corporativa, sobre todo porque los fondos de pensiones pueden invertir en acciones o instrumentos de deuda de esas empresas.

Quisiera destacar que, aunque estemos actualmente inmersos en una crisis que tal vez oculta la mirada de más largo plazo, es necesario buscar cierto equilibrio entre la situación de corto y largo plazo, y entre el desarrollo de más confianza y el dinamismo de las empresas y del mercado de capitales. En nuestro país el tema de la gobernanza corporativa es un fenómeno relativamente nuevo, y debemos conciliar los claros beneficios de una regulación prudencial y efectiva con la innovación y los riesgos que una empresa debe tomar para funcionar.

Respecto a los temas pendientes, algo que claramente falta en Chile es el llamado comité de directorio, que debería ser más bien un comité de auditoría. En esto falta mayor claridad y precisión de los roles en términos de información, de comunicaciones financieras, de control interno, de administración de riesgo; y creo que eso es un reflejo de que nuestros directorios no se ven a sí mismos como completamente responsables de la gestión de las empresas. Yo creo que ahí hay un problema.

Asimismo, nos falta también –como ya fue señalado– un mayor desarrollo de la autorregulación y de la conciencia de su necesidad en las bolsas de valores. Es un elemento crítico, en términos del funcionamiento del sector, de parte de los gobiernos corporativos.

El documento, extremadamente valioso, es un enorme esfuerzo de sistematización y análisis del caso chileno.

Capítulo VII

MERCADOS DE CAPITALES Y GOBERNANZA CORPORATIVA EN COLOMBIA

*Luis H. Gutiérrez**, *Carlos Pombo***

A. INTRODUCCIÓN

A partir de la publicación del reporte de Cadbury en el Reino Unido en 1992, la buena gobernanza corporativa (GC) y la protección al inversionista han estado en el centro del debate público en América Latina durante la última década y motivados por las crisis financieras asiática y rusa de 1997, por los escándalos corporativos en los Estados Unidos de 2001 a 2002 (Enron, WorldCom) y Europa (Parmalat) que se generaron por el fraude contable y la sobrevaloración ficticia de su capital accionario, y más recientemente por la actual crisis hipotecaria generada por los créditos *subprime* que fueron titularizados por la gran banca de inversión en los Estados Unidos y la declaración de bancarrota que se produjo en el mes de septiembre de 2008. El tema de GC en Colombia se introduce a partir del año 2001 cuando el Gobierno Nacional estableció una serie de normas tendientes a incentivar buenas prácticas empresariales. Confecámaras en colaboración con el Centro Internacional para la Empresa Privada –CIPE de los Estados Unidos– puso en marcha el Programa de GC orientado a crear conciencia de la importancia del tema para lo cual ha desarrollado documentos de apoyo para la implementación de prácticas de GC. En este año la Superintendencia de Valores emitió la Resolución 271 que estableció como norma la adopción voluntaria de códigos de buen gobierno por parte de los emisores de valores cuyos títulos fuesen adquiridos por las administradoras de fondos de pensiones. Esta norma sin duda fue el gran punto de partida para la difusión del tema al interior de las grandes corporaciones del país, con el fin de que el empresariado colombiano pudiera entender los potenciales beneficios que implica a un emi-

* PhD en economía University of Florida; profesor asociado, Facultad de Economía, Universidad del Rosario, Bogotá.

** PhD en economía University of Illinois at Urbana-Champaign; profesor asociado, Finanzas, Facultad de Administración, Universidad de los Andes, Bogotá. Contacto: cpombo@uniandes.edu.co.

Agradecemos los comentarios de Georgina Núñez, Germano Mendes-de-Paula, Andrés Bernal y participantes del taller Good Corporate Governance for Business, CEPAL, Santiago de Chile (marzo 2009). Agradecemos también a Pilar González, del Programa Colombia Capital (Bolsa de Valores de Colombia), y a Camilo Zea de la Superintendencia Financiera, por su ayuda en la actualización de la información de las bases de datos utilizadas en este estudio.

sor de valores adoptar una cultura de mejores prácticas de GC en términos de su valoración corporativa de mercado, de mejorar los estándares de protección al inversionista y de su contribución a la profundización del mercado de capitales. La discusión sobre la profundización de la normatividad, sobre la regulación a los emisores de valores siguió en los años siguientes a la Resolución 271 y se terminó en la expedición de la Ley 964 que ha sido la reforma más importante en términos de regulación de los emisores de valores, de protección a los pequeños accionistas en particular y GC en general.

El proceso de implementación de las prácticas de buen GC en Colombia ha logrado reconocimientos mixtos. Por un lado, el país no obtiene buenas calificaciones en las evaluaciones de buenas prácticas empresariales a pesar de los anteriores esfuerzos institucionales. Uno de los primeros antecedentes es el de La Porta *et al.* (1997), quienes calculan para cincuenta países en todo el mundo algunos indicadores como la propiedad accionaria en manos de minoritarios, la autoridad que ejerce la ley en cada país, y los derechos de los accionistas. Colombia aparece en los puestos 35, 38 y 44, respectivamente. Además, en el indicador de autoridad de la ley, Colombia es el peor calificado de los países de América Latina. En el año 2002, la Confederación de Cámaras de Comercio (Confecámaras) realizó otro estudio sobre GC y, de nuevo, los resultados fueron desalentadores. En una escala de 1 al 10, el país es calificado, en general, con un índice de 6,4, pero específicamente, el indicador de juntas directivas es el más pobre de todos, con un valor de 3,4 sobre 10.

En el segundo semestre de 2004 Gutiérrez & Pombo (2007) realizaron una encuesta que permitió medir los niveles de buena GC de cuarenta y tres firmas no financieras colombianas listadas, a través de un Índice de Gobierno Corporativo. Este índice registró un bajo valor promedio de 49,9 puntos sobre 100, donde se englobaron los seis criterios universales de disciplina, transparencia, responsabilidad, independencia, justicia y rendición de cuentas. Estos cálculos fueron actualizados con base a la encuesta de Código País de 2007 que fue una iniciativa interinstitucional de la Bolsa de Valores de Colombia y la Superintendencia Financiera y que tiene como objetivo estandarizar el contenido de los códigos de buenas prácticas. Estas mediciones siguieron la metodología de Credit Lyonnais Security Asia (CLSA) que se ha utilizado en varios estudios internacionales de GC en economías emergentes y, más en particular, para algunos países de América Latina como México, Chile y el anteriormente mencionado para Colombia (Chong y López-de-Silanes, 2007). El resultado principal de este ejercicio muestra que el índice de GC ascendió a 61 puntos sobre un máximo de 100 puntos sobre la población de 160 emisores de valores del sector real. Sin embargo, sólo el 47% de las firmas reportaron afirmativamente tener mayorías de miembros externos en su definición más débil, que sólo toma en cuenta vinculación laboral a la empresa.¹

Por otro lado, escalafones más recientes publicados por ejemplo en el informe de *Protecting Investors 2009* resalta la alta calificación que logra el país en dos componentes importantes del índice global de protección al inversionista definido en un rango de 1 a 10 puntos. El

¹ La encuesta Código País es ambigua en distinguir el concepto de miembros externos con miembros independientes. Estos últimos son los elegidos por los accionistas minoritarios, no tienen vínculos laborales y comerciales, transacciones relacionadas y su propiedad en la firma es de minoritario que no implique ser clasificado como accionista referente *-blockholder-*. Una descripción de los resultados de medición del índice de GC con base en la encuesta Código País está en Pombo & Gutiérrez (2009b).

primero es en el índice de revelación de información donde el país obtiene 8 puntos y el segundo es en un índice que captura la habilidad de los accionistas en demandar a las gerencias por malas prácticas donde se obtiene una calificación de 9 puntos. Sin embargo, el reporte da una calificación de 2 puntos en el índice de penalidad de los administradores y miembros de juntas directivas contra la desviación de recursos por transacciones relacionadas, término que en la literatura de finanzas ha denominado como *tunneling* y *self-dealing*.²

Este capítulo tiene varios objetivos. Primero, el trabajo analiza las grandes tendencias y cambios estructurales que se han dado en el mercado de valores posterior a 1990 en el sector financiero y en los emisores de valores. Segundo, el documento explica los factores estructurales de este desarrollo dentro de la perspectiva de la implementación de buena GC en las empresas emisoras de títulos valores. Tercero, se presentan los resultados procesados de la encuesta de buenas prácticas más completa que se ha hecho en Colombia –la realizada por la Superintendencia Financiera dentro del programa de Código País en el año 2007– siguiendo el enfoque de otros estudios internacionales en la construcción de índices de buena GC. Para tal fin, el presente capítulo está organizado de la siguiente forma. La sección 2 analiza las tendencias, estructuras y reformas del estado de la GC en la presente década. La sección 3 presenta un análisis de los hechos estilizados y reestructuraciones que ha experimentado el sector financiero y el mercado de capitales después de la reforma al estatuto financiero de 1993 cuando se introduce, nuevamente, el negocio de multibanca y de servicios financieros asociados. La sección 4 explica los principales elementos de la encuesta Código País y presenta los resultados de las mediciones siguiendo la metodología de CLSA que se ha utilizado en varios estudios internacionales de GC en economías emergentes y, más en particular, para algunos países de América Latina como México, Chile y Colombia (Chong y López-de-Silanes, 2007). La sección 5 analiza las implicaciones de política de este estudio y concluye.

B. GOBERNANZA CORPORATIVA (GC) EN COLOMBIA: TENDENCIAS, ESTRUCTURAS Y REFORMAS

Las tendencias de largo plazo de las prácticas de buena GC en gran parte de América Latina durante los últimos 15 años, de acuerdo con Chong y López-de-Silanes (2007), están enmarcadas en un escenario de baja capitalización corporativa en relación con el PIB, salida de corporaciones de las bolsas locales de valores, registro simultáneo en otras bolsas de valores como emisoras de ADR, bajos niveles estructurales del valor de los títulos de renta variables tranzados en el mercado y adopción de reformas parciales de las leyes que regulan las sociedades comerciales y, más en particular, las que regulan la emisión de títulos de valores, *equity law*. La presencia de estos factores son comunes en economías con baja protección al inversionista, y son comprobadas por mediciones cualitativas de buena GC –como los índices sobre requerimientos de revelación de información (La Porta *et al.* 2006) e índices de derechos de los accionistas (Djankov *et al.*, 2006)– y las mediciones cuantitativas, así como la

² Para más detalles sobre la metodología y resultados internacionales sobre *self-dealing* véase Djankov *et al.* (2008). Los resultados del informe están disponibles de la siguiente dirección de la Corporación Financiera Internacional (IFC) <http://www.doingbusiness.org>.

menor frecuencia de las ofertas públicas de acciones (OPA) como mecanismo de financiación directa de las sociedades anónimas públicas.

Los datos para Colombia sobre buenas prácticas y sus fundamentos siguen los patrones observados en América Latina. En primer lugar, la implementación de buenas prácticas empresariales constituye un nuevo tema de política pública cuando se analiza por las dos caras de una moneda, es decir como:

1. Instrumento que muestra transparencia por parte de las grandes corporaciones.
2. Instrumento de regulación y profundización del mercado de capitales.

El cuadro VII.1 describe la evolución de la publicación de los códigos de buenas prácticas durante los últimos 7 años. La emisión de códigos de buena GC por parte de firmas emisoras de valores comenzó en 2001. Las instituciones financieras y sociedades de inversión fueron quienes lideraron el proceso. De hecho, de los 15 códigos emitidos en ese año, 8 fueron de bancos comerciales, administradoras de pensiones, sociedades de inversión y corporaciones financieras, complementados por los de 6 empresas del sector real y una empresa regulada del sector energético. El histograma (gráfico VII.1) asociado a la emisión de códigos de buenas prácticas indica que el año 2002 representó el punto más alto o el mayor número de códigos adoptados. En particular, 24 instituciones financieras –entre ellas 15 bancos comerciales– publicaron sus códigos de buenas prácticas. Este número se complementó con dos empresas de servicios públicos domiciliarios y 10 corporaciones del sector real. Este resultado fue clara consecuencia de la Resolución 275 de 2001, promulgada por la antigua Superintendencia de Valores de Colombia, que estipuló como obligatorio para los emisores de valores³ adoptar en sus estatutos códigos de buena GC si sus títulos de valores de renta fija o variable fuesen adquiridos por los fondos de pensiones privados. Sin duda esta resolución implicó que el tema de la buena GC se instalara en el debate público en Colombia que, de hecho, mostraba atrasos con los pares similares en la región.⁴

Otro punto que vale la pena resaltar de estos datos es que las firmas que adoptaron códigos de buen gobierno en 2002 eran empresas con experiencia en los mercados de valores. De hecho, el promedio (mediana) de experiencia en bolsa fue 17.3 años, lo cual señala la decisión de adoptar mejores estándares de revelación de información y protección al accionista minoritario por parte de las empresas tradicionales que tranzan en bolsa.

³ En el año 2005, la Superintendencia de Valores fue fusionada con la Superintendencia Bancaria formando la actual Superintendencia Financiera.

⁴ En Chile, por ejemplo, en el año 1981 se promulgó la Ley de Sociedades Anónimas y la Ley del Mercado de Valores. En ambas se estipulaba un periodo máximo de tres años de nombramiento para directores de corporaciones públicas por acciones. En Brasil, la creación del Novo Mercado en 2002 implicó que todas las firmas listadas en este segmento de la Bolsa de São Paulo emitieran códigos de buenas prácticas empresariales. También se estableció que las juntas directivas tuviesen un tamaño mínimo de 5 miembros y de ellos 20% fuesen independientes. De forma paralela, la CVC (Comissão de Valores Mobiliários) publicó, en junio de 2002, la cartilla de recomendaciones sobre GC, de carácter no obligatorio. Dicha cartilla pone especial énfasis en la estructura y responsabilidades de las juntas directivas, y en particular hace explícito que el presidente de la corporación (CEO) y el presidente de la junta directiva (COB) deben ser personas diferentes.

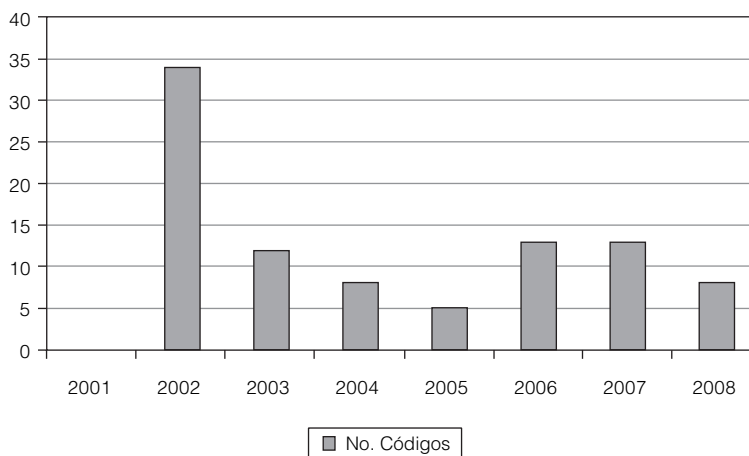
Cuadro VII.1
NÚMERO DE FIRMAS Y EXPERIENCIA. EMISORES DE VALORES QUE ADOPTARON
CÓDIGOS DE BUENAS PRÁCTICAS

	Año de adopción del código de buenas prácticas							
	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
N	15	34	12	8	5	13	13	8
Prom.	10,0	17,3	16,0	13,5	8,0	7,4	10,8	12,6
p50	5,0	9,0	7,0	11,0	6,0	5,0	8,0	9,0
p75	15,0	20,0	32,0	15,5	11,0	11,0	9,0	17,5
p25	0,0	7,0	1,5	5,5	3,0	2,0	4,0	5,5

Notas: Experiencia = años listados al momento de emitir el código de buenas prácticas; p50 = percentil 50 o mediana, p75 = percentil 75, y p25 = percentil 25.

Fuentes: cálculos propios basados en la Bolsa de Valores de Colombia y la Superintendencia Financiera.

Gráfico VII.1
NÚMERO DE CÓDIGOS DE BUENAS PRÁCTICAS EMITIDOS



Fuente: Superintendencia Financiera.

Los cuadros VII.2 y VII.3 muestran, respectivamente, la distribución de la experiencia de los emisores de valores por sector económico y la distribución de las empresas listadas, según tipo de título de valor, que adoptaron códigos de buenas prácticas *versus* las que no lo hicieron. Vale la pena resaltar tres elementos. Primero, los bancos comerciales y empresas del sector manufacturero son los sectores que han liderado la implementación de buena GC al interior de las empresas. La mayoría de estas firmas son importantes en términos de liquidez de sus *stocks* y participación en el mercado, es decir, son empresas que generalmente exhiben

Cuadro VII.2
EXPERIENCIA DE LAS FIRMAS QUE ADOPTARON CÓDIGOS DE BUENAS PRÁCTICAS POR SECTOR ECONÓMICO (2001-2008)

	N	Prom	p50	p75	p25
Sector real	48	16,3	8,5	23,0	4,5
Servicios públicos domiciliarios	19	5,1	3,0	8,0	2,0
Instituciones financieras	41	13,1	10,0	15,0	6,0

Notas: Sector real = agricultura, minería, manufacturas, empresas promotoras de salud; p50 = percentil 50 o mediana, p75 = percentil 75, y p25 = percentil 25.

Fuente: cálculos propios basados en la BVC y la SFIN.

una alta bursatilidad. Segundo, las firmas del sector real, en promedio, tienen más experiencia que las instituciones financieras, a pesar del hecho de que las dos firmas más antiguas listadas en bolsa son el Banco de Bogotá y el Banco de Colombia, que trazan sus acciones desde el año 1929. La experiencia promedio de las empresas del sector real es de 16,3 años y la de las instituciones financieras es de 13,1 años. Sin embargo, la mediana de estas variables es opuesta a la media, indicando que las instituciones financieras tienen más experiencia en los mercados de valores en la mitad de su población que es de 10 años y mayor a los 8,5 años que tienen las empresas del sector real. Tercero, las firmas emisoras de valores que han adoptado códigos y que son emisores de acciones son las que tienen más experiencia en bolsa. En promedio, estas firmas tienen 20 años de experiencia, mientras que las emisoras de bonos tienen tan sólo 8,6 años. Los bancos comerciales y otras instituciones financieras por naturaleza jurídica son los múltiples emisores de títulos de valores. Los bancos en promedio muestran una experiencia de 24 años, similar a la que registran las empresas del sector real que emiten acciones y bonos. Estas cifras indican lo incipiente y rezagado del desarrollo del mercado de bonos corporativos privados.

Cuarto, las empresas de servicios públicos y del sector energético son los nuevos jugadores en la bolsa de valores. Este fenómeno es consecuencia de la reforma regulatoria de 1994 que cambió la estructura de las empresas de servicio público domiciliario. La reforma cobijó la reestructuración de empresas de energía eléctrica, transportadoras de gas y crudos, acueductos y telecomunicaciones. Los elementos esenciales incluyeron entre otros: el diseño de mercados, la adopción de una regulación por incentivos, la desintegración de monopolios naturales, la promoción de la competencia y la participación del sector privado en negocios dominados por empresas estatales. En el sector eléctrico, por ejemplo, se creó el mercado *spot* de generación permitiendo una libre entrada a nuevos capitales y siendo obligatorio para las empresas posicionadas separar sus negocios entre generación, transmisión y distribución de energía eléctrica.⁵

⁵ Las reformas regulatorias de los sectores de energía y servicios públicos están consignadas en la Ley 142 de 1995 o 'ley eléctrica' y la Ley 143 de 1995 sobre empresas prestadoras de servicios públicos.

Cuadro VII.3
BOLSA DE VALORES DE COLOMBIA. EXPERIENCIA DE EMPRESAS LISTADAS
SEGÚN TIPO DE EMISOR DE TÍTULOS VALORES, AÑOS 2001-2008

		AO	BO	CD	MT	MX	TH	Total
Sin código	N	38	6	7	5	2		58
	Prom	22,0	6,7	10,1	13,8	43,5		
	p50	18,0	5,0	11,0	15,0	43,5		
	p75	26,0	8,0	17,0	18,0	75,0		
	p25	12,0	2,0	3,0	14,0	12,0		
Con código	N	30	31	9	26	12	1	109
	Prom	20,3	8,6	10,2	24,3	22,0	6,0	
	p50	14,0	7,0	13,0	18,0	13,5	6,0	
	p75	31,0	10,0	14,0	25,0	23,0	6,0	
	p25	9,0	6,0	6,0	14,0	10,5	6,0	
Total firmas		68	37	16	31	14	1	167
Sin código		0,56	0,16	0,44	0,16	0,14	0,00	0,35
Con código		0,44	0,84	0,56	0,84	0,86	1,00	0,65

Fuente: cálculos propios basados en la BVC y la SFIN.

Notas:

AO= Emisor sólo de acciones = Acciones ordinarias + Acciones preferenciales

BO= Emisor único de bonos ordinarios + Subordinados + Convertibles

CD= Certificados de depósito

MT= Emisor de múltiples títulos valores: (CDTS, aceptaciones bancarias, bonos, acciones ordinarias, cartera)

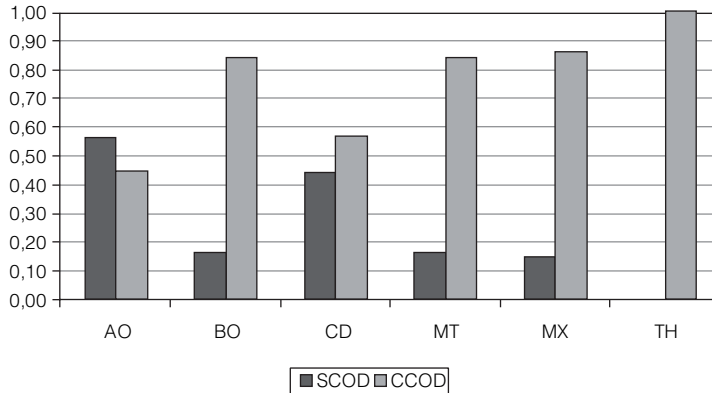
MX= Mixta = Empresa del sector real emisora de acciones y bonos

TH= Títulos hipotecarios

Este proceso estuvo acompañado por una política de privatización y de enajenación de activos públicos. Pombo y Ramírez (2005) reportan que el 70% de los contratos de privatización en empresas del sector eléctrico se realizaron entre los años 1991 y 2002.

Los programas de privatización contemplaron varios mecanismos, entre ellos: ofertas directas y preferenciales, subastas por medio del mercado de valores y emisión de OPA. A pesar de que las OPA son un mecanismo tradicional de financiación externa de las corporaciones en los mercados internacionales, éstas fueron novedosas para el pequeño inversionista en Colombia sencillamente porque por décadas la transacción de acciones ha sido residual en la Bolsa de Valores de Colombia (BVC), tal como se describe en la siguiente sección. Sobre las firmas financieras y no financieras emisoras de títulos, se tiene para 2008 un total de 167 emisores de títulos de valores, de los cuales un 65% han emitido y adoptado códigos de buenas prácticas. Según tipo de título de valor, se observa que los emisores de bonos corporativos son quienes muestran un mayor avance en el tema de GC debido, principalmente, a las garantías exigidas por el mercado y la regulación financiera con el fin de evitar conflictos entre los tenedores de deuda y los bloques internos controladores de las corporaciones. Los inversionistas institucionales (fondos de pensiones), la Resolución 275 y la competencia con el mercado de deuda pública explican este resultado (gráfico VII.2).

Gráfico VII.2
DISTRIBUCIÓN DE LOS EMISORES DE VALORES SEGÚN TÍTULO VALOR
Y CÓDIGOS DE BUENAS PRÁCTICAS EMITIDOS: 2001-2008



Fuente: Superintendencia Financiera.

Un segundo patrón estructural sobre las tendencias de GC está relacionado con las nuevas OPA, las nuevas firmas listadas y la cancelación de registros de parte de algunos emisores. En relación con las ofertas públicas iniciales de acciones (*Initial Public Offerings - IPO*), las realizadas por las empresas de energía y de reciente privatización han sido muy importantes para el mercado local en términos de liquidez, profundización y democratización accionaria ya que fueron dirigidas principalmente a pequeños inversionistas. La primera fue la emisión de acciones con dividendo preferencial de Interconexión Eléctrica S.A. (ISA) que se realizó en el año 2002. ISA es la transportadora de energía eléctrica más grande del país y una de las mayores de Suramérica, con inversiones en Brasil, Bolivia, Ecuador y Perú. Antes de 1995, ISA era el principal generador de electricidad. Los activos de generación se traspasaron para fundar una nueva empresa del sector, Isagen S.A, que es el segundo generador de energía eléctrica del país. Esta escisión fue consecuencia de la reforma regulatoria de 1994 que hizo obligatorio independizar la actividad de transporte de la de generación de electricidad. Esta emisión de acciones democratizó el 30% del patrimonio de la empresa entre inversionistas privados. ISA es actualmente una sociedad de economía mixta donde la nación es el principal accionista, con el 52% de participación (control), y un 9,9% del patrimonio está en manos de accionistas minoritarios.

La segunda y tal vez la más importante emisión inicial de acciones hecha en Colombia en los últimos 50 años fue la realizada por la Empresa Colombiana de Petróleos (Ecopetrol) en el mes de julio de 2007. Esta IPO fue el resultado final y consolidación del programa de privatización de esta empresa que se inició en el año 1993. Este programa contempló primero una desinversión en los negocios diferentes a la exploración, explotación y refinación de petróleo, como el transporte de gas natural, la distribución de gas propano y la red de distribuidoras de gasolina. Las ventas de estos activos entre 1993 y 1995 sumaron aproximadamente US\$250 millones. Las empresas de transporte de gas natural filiales de Ecopetrol que no se privatizaron en ese entonces, se reestructuraron en una sola empresa. La Ley 401 de 1997 creó la Empresa

Colombiana de Gas –Ecogas– como una empresa industrial y comercial del Estado. El capital accionario de esta firma se derivó de la escisión de todos los activos de Ecopetrol vinculados al transporte de gas natural. En diciembre de 2006, Ecogas fue ofertada en subasta pública con un precio base de US\$1.084 millones. La Empresa de Energía de Bogotá, que también fue sujeta a la privatización de su negocio de distribución en 1997, adquirió el control de Ecogas por un valor de US\$1.045 millones. La empresa cambió de razón social en febrero de 2007, y fue llamada Transportadora de Gas del Interior (TGI), una sociedad anónima. En el presente, la EEB tiene el 98% de control de TGI y el restante 2% está en manos del sector cooperativo, a través del fondo de empleados de Ecopetrol y sus diferentes asociaciones.⁶

El cuadro VII.4 describe la evolución del número de accionistas minoritarios y su participación patrimonial en un grupo seleccionado de firmas y en Ecopetrol e Interconexión Eléctrica. El Banco de Bogotá y el antiguo Banco de Colombia (hoy Bancolombia) son las dos sociedades por acciones más antiguas en bolsa. Sus primeras acciones fueron registradas en el año 1929, año en que se fundó la bolsa de valores de Bogotá. Las tres empresas manufactureras son, tal vez, las más representativas en la historia bursátil de Colombia. Cada una de ellas ha sido pionera del desarrollo industrial en el país. La Fábrica de Hilados y Tejidos del Hato, Fabricato, se fundó en la ciudad de Medellín en 1920, líder del sector textil y actualmente afiliada al Grupo Empresarial Antioqueño, el cual es el primer conglomerado del país y sus ventas consolidadas representan entre el 6 al 8% del PIB. Este grupo domina las industrias de alimentos, cementos, banca y seguros. En 1998 el grupo adquirió el Banco de Colombia por una fusión del antiguo Banco Industrial Colombiano, uno de los bancos del conglomerado. Esta fusión significó para el grupo contar con el banco comercial más grande del país medido por clientes y activos. La cervecera Bavaria fue fundada en 1899 y está listada desde el año 1933. En 1967, la familia Santo Domingo tomó control de Bavaria a través de su cervecera regional Cervecería Águila S.A., localizada en la ciudad de Barranquilla. Bavaria fue la cabeza visible del grupo Bavaria, segundo conglomerado económico colombiano, hasta agosto de 2005, cuando la firma fue adquirida y fusionada al grupo sudafricano Sab-Miller, firma listada en Londres.

Acerías Paz del Río es la única acería integrada en el país. Esta siderúrgica se fundó, con la expedición de la Ley 45 de 1947, como una sociedad anónima de economía mixta con capital suscrito en un 51% por el Gobierno Nacional, 29% por el antiguo Instituto de Fomento Industrial (IFI) y el restante 20% se dejó abierta a la participación privada. En 1949, el gobierno decretó una extensión parcial del impuesto de desarrollo y fomento siderúrgico para aquellos contribuyentes que suscribieran acciones de la empresa. De esta forma se logró incorporar 400.000 accionistas minoritarios como propietarios, y se constituyó en 1954 en la primera entidad oficial privatizada en el país.⁷ Desde el momento de su fundación las impor-

⁶ Para más detalles sobre el programa de privatización en el sector de petróleo y gas en Colombia, véase Pombo y Ramírez (2005). Las sociedades cooperativas de los trabajadores de Ecopetrol son varias. Entre ellas está la Corporación de Trabajadores de la Empresa Colombiana de Petróleos, Cavipetrol, una entidad de carácter privado y sin ánimo de lucro, creada con el objetivo de suministrar y financiar soluciones de vivienda a sus afiliados. Esta sociedad tiene una participación accionaria del 1% de TGI.

⁷ Las empresas donde el IFI tenía participación accionaria fueron sujetas a un programa de privatización y de transferencia de activos durante el período de 1986 a 1997. Este programa incluyó 38 contratos de privatización, 27 de ellos de empresas manufactureras donde el instituto tenía una participación accionaria promedio de

Cuadro VII.4**ACCIONISTAS MINORITARIOS, NÚMERO Y PARTICIPACIÓN PATRIMONIAL DE BANCOS COMERCIALES, EMPRESAS MANUFACTURERAS Y DE ENERGÍA**

Firma	Año registro bolsa	Número accionistas minoritarios			Participación		
		2002	2006	2007	2002	2006	2007
Bavaria S.A	1933	42.612	9.237	8.174	0,2875	0,0152	0,0141
Acerías Paz del Río S.A	1952	412.262	414.019	410.603	0,5032	0,2804	0,1889
Fabricato	1933	45.143	47.978	47.431	0,0507	0,1045	0,0931
Banco de Bogotá	1929	13.219	14.804	14.069	0,1863	0,2013	0,2013
Banco de Colombia	1929	13.665	20.365	18.098	0,2425	0,3500	0,2993
Ecopetrol	2007			482.692			0,0712
Interconexión Eléctrica	2002	70,401*	65.347		0,3002	0,2343	

Fuente: Superintendencia Financiera y Bolsa de Valores de Colombia.

Notas: * corresponde al año 2004.

taciones de acero se redujeron de manera dramática, pasando del 97% del consumo nacional en 1954 a tan sólo el 11% en 1991. Los altos niveles de protección efectiva permitieron a Paz del Río tener una posición monopólica en el mercado interno. La política de apertura económica y comercial redujo los aranceles a una tarifa plana que oscilaba entre el 5 y el 15% para insumos industriales y eliminó las cuotas y licencias a las importaciones. El rezago en la eficiencia técnica de la empresa fue evidente ante la competencia externa –los aceros provenientes de Brasil, Corea y Venezuela a precios competitivos– que generó una caída drástica de su participación en el mercado. Las importaciones de acero en 1998 representaban un 40% del consumo nacional. La situación de la compañía continuó su deterioro hasta que en 2003 tuvo que firmar un acuerdo de reestructuración en los términos de la Ley 550, o ley de quiebras, que obligó a emprender un programa de reconversión con modernizaciones en su sistema de alto horno. Paz del Río estuvo afiliada al GEA cuando este grupo adquirió Cementos Paz del Río en 1994, a través de inversiones directas de sus compañías de seguros y participaciones de sus otras cementeras, alcanzando a tener una participación aproximada del 40% del patrimonio de la compañía.

En el proceso de reestructuración, el grupo cedió su paquete accionario a la Gobernación del departamento de Boyacá y, en 2006, el paquete accionario del IFI y de los trabajadores, que representaba el 52% de las acciones en circulación, se vendió al grupo Votorantim de Brasil.⁸

24%. El valor de los activos transferidos ascendió a US\$300 millones. Para más detalles sobre el programa de privatización de las empresas IFI, véase Pombo y Ramírez (2005) y una síntesis sobre la historia industrial de Colombia en el siglo XX en Pombo (2002).

⁸ La acción se vendió a un precio de US\$60 cuando el precio base de subasta era de US\$25, es decir, se pagó un sobreprecio del 153%. La operación sumó US\$540 millones.

Cuadro VII.5
CAPITALIZACIÓN CORPORATIVA (% PIB)

País	1989	1990	1995	2000	2005	2006	2007	Tasa geom.
Argentina	6,0	2,0	15,0	58,0	34,0	37,0	33,0	0,0890
Brasil	9,6	3,6	21,0	37,6	54,0	67,0	104,0	0,1265
Perú	4,5	3,1	22,0	20,0	45,0	64,0	97,0	0,1659
Colombia	2,9	3,5	19,4	11,4	37,0	41,0	59,0	0,1626
Chile	34,8	44,9	113,3	80,0	115,0	119,0	130,0	0,0681
México	10,0	12,0	32,0	22,0	31,0	41,0	45,0	0,0781
Reino Unido	98,3	85,8	124,0	179,2	137,0	160,0	..	0,0260
Estados Unidos	64,5	53,2	93,4	154,7	137,0	148,0	..	0,0447
Hong Kong	113,0	108,0	211,0	369,0	593,0	904,0	..	0,1157
Corea, Rep.	61,0	42,0	35,0	34,0	91,0	94,0	..	0,0230

Fuente: Banco Mundial, WDI.

Nota: Tasa geométrica de crecimiento 1989-2007/2006.

Los datos del cuadro VII.4 dan una idea de la importancia de las IPO de Ecopetrol e Interconexión Eléctrica. El número de accionistas minoritarios de Ecopetrol, con excepción de Acerías Paz del Río, es 10 veces el número registrado en Fabricato y 11 veces el de Bavaria cuando pertenecía al grupo Santo Domingo. En relación con los dos bancos comerciales privados más grandes, el número de minoritarios de Ecopetrol es, en promedio, 30 veces los minoritarios del Banco de Bogotá y Bancolombia. Interconexión Eléctrica es actualmente la tercera empresa con mayor número de minoritarios registrada en la BVC. A pesar de la contribución positiva que han tenido las empresas privatizadas de energía y servicios públicos con la inclusión de más accionistas –proveer mayor liquidez accionaria y generar una mayor capitalización corporativa como porcentaje del PIB– este fenómeno ha estado contrarrestado por la salida de bolsa, *delisting* de firmas en el mercado local.

Los cuadros VII.5 y VII.6 muestran las tendencias de capitalización corporativa y el número de firmas listadas en Colombia en relación con otros países de la región. Dos comentarios al respecto. Primero, la salida de firmas de los mercados de valores es un hecho estilizado que se aceleró desde la crisis asiática de 1997. Colombia es el país que registró una mayor tasa de salida de firmas al calcular la tasa de crecimiento entre las empresas vigentes en el 2007 comparado con el máximo registrado en el período, con una tasa de -4% anual mientras que el promedio de las restantes economías de la región fue de -2% anual. Segundo, se observa una marcada aceleración de la valoración corporativa a partir de 2001-2002. En particular, la tasa de crecimiento promedio durante el periodo 1989-2007 fue de $11,5\%$, mientras que

Cuadro VII.6
FIRMAS EMISORAS DE VALORES, NÚMERO DE FIRMAS REGISTRADAS - *LISTING*
AMÉRICA LATINA Y COLOMBIA

Variables	1988	1990	1992	1994	1996	1998	2000	2002	2004	2006	2007	Max	Cambio	
													2007/ Max	Tasa anual
Argentina	186	179	175	156	147	130	127	83	104	103	107	186	-0,4247	-0,0224
Brasil	589	581	565	544	551	527	459	399	357	392	442	589	-0,2496	-0,0131
Chile	205	215	245	279	283	287	258	254	239	244	238	287	-0,1707	-0,0190
Colombia	86	80	80	113	189	163	126	114	114	114	96	189	-0,4921	-0,0447
México	203	199	195	206	193	194	179	166	152	131	125	206	-0,3932	-0,0302
Perú	236	294	287	218	231	257	230	202	194	193	190	294	-0,3537	-0,0208

Fuente: Banco Mundial-WDI.

en Estados Unidos o Inglaterra éstas tuvieron una variación entre el 3 y 4% anual. Colombia y Perú multiplicaron por 5 el valor de mercado del *equity* corporativo a partir del año 2000. Estas mediciones nos dicen que la mayor valoración corporativa está concentrada en un menor número de firmas y en una burbuja en los precios de los activos, medida por índices de capitalización accionaria de las diferentes bolsas de valores locales. En el caso de Colombia esta tendencia viene siendo reforzada por un incremento en la concentración accionaria en manos de los accionistas mayoritarios, como se describe más adelante.

El cuadro VII.7 presenta las estadísticas de cancelación de registros de firmas no financieras en Colombia. La salida de firmas del mercado de valores se ha concentrado en el sector manufacturero, mientras que las sociedades de inversión o firmas *holding* han ganado participación. Dos razones explican este resultado. Primero, varios de los principales conglomerados económicos del país siguieron una reestructuración sobre sus negocios básicos. Por ejemplo, el GEA ha concentrado sus actividades en industrias de alimentos, cementos y financieras. En los últimos 15 años, este conglomerado ha tenido un mayor número de empresas listadas, con un promedio de 35 empresas por año. En 2005 el grupo realizó una serie de fusiones y escisiones de las cuales las más importantes fueron las de las cementeras y productoras de *clinker*. Estas operaciones no transfirieron el control del grupo sino que redujeron los niveles de propiedad cruzada y la dispersión del control del *holding*. En el caso de los cementos, 8 de sus empresas listadas se fusionaron en una sola empresa: Cementos Argos.

La reestructuración más notable se dio en el grupo Santo Domingo. A partir de 2002, el conglomerado siguió una política de desinversión en negocios no básicos. Por ejemplo, el grupo vendió la empresa de telefonía celular Celumóvil a Bell South y, de forma simultánea, consiguió transferir la aerolínea insignia de Colombia Avianca, al grupo Synergy de Brasil. Segundo, empresas de otros grupos económicos fueron directamente adquiridas por inversionistas extranjeros transfiriendo el control no sólo de las firmas sino también de los *holdings*. Este fue el caso del antiguo grupo Diamante, grupo cementero que fue adquirido por Cemex

Cuadro VII.7
FIRMAS NO FINANCIERAS EMISORAS DE VALORES POR SECTOR ECONÓMICO,
NÚMERO DE FIRMAS REGISTRADAS, LISTING

Estatus/Grupo CIIU	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2008
Desregistrados	15	29	29	22	5	14	6	3	1	
Registrados	137	129	120	103	99	97	96	94	93	86
Agricultura, silvicultura, pesca	5	5	4	3	2	3	4	4	4	6
Minería	4	4	3	3	2	2	2	2	2	4
Manufacturas	78	76	68	62	56	61	54	51	48	33
Construcción	8	9	8	6	4	4	4	3	3	7
Comercio al por mayor, menor y hoteles	27	23	19	13	11	10	9	7	6	6
Transporte y telecomunicaciones	10	13	16	11	8	7	8	9	9	11
Sociedades de inversión, reaseguros y finca raíz	11	18	22	19	14	17	15	15	16	15
Servicios personales y comunitarios	8	8	7	7	7	7	6	6	6	4
Otros no clasificados	1	2	2	1						
Total muestra	152	158	149	125	104	111	102	97	94	86

Fuente: cálculos basados en los registros de emisores de valores (Superintendencia Financiera) SFIN y Gutiérrez y Pombo (2008).

Notas: *principalmente sociedades de inversión y reaseguradoras. Se excluyen bancos comerciales, seguros, empresas de servicios públicos, corporaciones de ahorro y vivienda, y corporaciones financieras.

en el 2002. El grupo siderúrgico Diaco, principal distribuidor y productor de acero semintegrado, se fusionó con el *holding* brasileño y líder productor de acero Gerdau en el 2005. En síntesis, las recientes fusiones y adquisiciones aceleraron la cancelación de los registros de emisores de valores de firmas tradicionales que tenían varios años de experiencia en la BVC.

El registro cruzado vía la emisión de American Depositary Receipts (ADR) en los Estados Unidos es un patrón que ha ganado importancia de las grandes corporaciones de América Latina durante los últimos 15 años. Las corporaciones colombianas, en comparación con otros pares de la región, muestran un rezago en este tema. En 1996 había 15 empresas latinoamericanas emisoras de ADR. En el 2004 esta cifra ascendió a 89, de un total de 459 emisores de ADR nivel III (cuadro VII.8). A diciembre de 2008 Colombia tenía tan sólo una firma emisora de ADR de este nivel, Bancolombia. El registro cruzado o *crosslisting* tiene argumentos a favor y en contra. Por un lado, está el argumento de eficiencia y transparencia según el cual las empresas de países emergentes listadas en los Estados Unidos están, aparentemente, sujetas a una mayor regulación, con cumplimientos de estándares más estrictos desde el punto de vista contable y de revelación de información. Este registro envía una señal de mayor protección a

los accionistas minoritarios, una disminución en el costo de la deuda y acceso a financiación de más largo plazo. Por otro lado, el registro cruzado genera un efecto de selección adversa, sustitución y migración de firmas que implica una amenaza al desarrollo y profundización de los mercados emergentes.⁹

La estructura de propiedad y control es un elemento fundamental de la GC en los países. Los estudios de corte transversal muestran que la propiedad corporativa alrededor del mundo se concentra con la existencia de accionistas controladores y bloques de votación. La estructura de propiedad atomizada o de propiedad dispersa en las corporaciones se creía un caso más estilizado en los Estados Unidos¹⁰ e Inglaterra. En el resto del mundo, la existencia de bloques es un hecho donde existe separación entre la propiedad y control, y los grandes accionistas ejercen control sobre las gerencias y las decisiones de inversión. La existencia de grandes accionistas tiene efectos positivos y negativos sobre la valoración y desempeño de las firmas. Por un lado, puede darse un control interno entre los bloques cuando el primer gran accionista *no tiene* el poder de votación para imponer las decisiones en las juntas directivas. Entonces, el segundo o tercer bloque de votación tiene un poder de monitoreo para fiscalizar la calidad de los proyectos de inversión y evitar una desviación de rentas (*tunneling*) por medio de transacciones relacionadas. Este comportamiento tiene un impacto positivo sobre la valoración y desempeño de las corporaciones.

Cuadro VII.8
FIRMAS LATINOAMERICANAS EMISORAS DE ADR

	1996	2004	Flotante/Capitalización de Mdo
Argentina	0	12	0,10
Brasil	4	33	1,37
Chile	2	19	0,27
Colombia	1	1	0,01
México	8	23	0,93
Venezuela	0	1	0,02
Subtotal / Total	3,2%	19,4%	2,7%
Total ADR	472	459	

Fuentes: Bank of NY para 2004; Chong y López-de-Silanes (2007) para 1996.

⁹ Miller, D. (1998) resalta el punto de financiación en los estudios sobre *crosslisting* y Lang *et al.* (2003) presentan evidencia sobre los efectos positivos de un mejor ambiente de revelación de información sobre la valoración corporativa. Claessens *et al.* (2003) señalan que las mejores y más eficientes firmas son las que migran, mientras que las menos eficientes son las que permanecen en los mercados locales. López-de-Silanes y Chong (2007) argumentan que la migración de firmas constituye *de facto* una amenaza directa al desarrollo de los mercados de capitales en América Latina. Las otras empresas emisoras de ADR nivel I y II colombianas han sido: Almacenes Éxito (2007), Corporación Financiera Colombiana (2002), Interconexión Eléctrica (2004) y Ecopetrol (2008).

¹⁰ Véase Holderness (2009) quien desmitifica que la propiedad accionaria en los Estados Unidos sea más desconcentrada que en, por ejemplo, Europa continental.

Por otro lado, existe la posibilidad de generar una coalición sostenible entre bloques que imponen sus mayorías de votación en las decisiones de inversión, potenciando conflictos de agencia, desviación de rentas y expropiación impuesta a los accionistas minoritarios. Este comportamiento se ha denominado en la literatura *competencia por el control (control contestability)*. Para el caso de Colombia, Gutiérrez y Pombo (2008) presentan evidencia a favor de esta hipótesis que implica un freno a la desviación de rentas, una mayor protección al inversionista y una mejor GC.

Las tendencias de propiedad y control en Colombia siguen a las observadas en otras economías emergentes. El cuadro VII.9 resume las principales mediciones y estadísticas de propiedad para 109 empresas del sector real listadas en bolsa que exhibían por lo menos un bloque o gran accionista durante el período 1996-2004. Los principales elementos se resumen en:

- i. La concentración accionaria es alta. En casi todas las empresas los primeros cuatro accionistas tienen más del 51% de los votos directos.
- ii. La concentración se ha incrementado. En particular, el índice de entropía del primer bloque (CR1) aumentó en promedio sus derechos de flujo de caja de 36% a 46%. Los otros bloques mantuvieron su participación. Sin embargo, la mediana es 0,37 que indica que en la mitad de las firmas el accionista más grande no tiene control absoluto. Por su parte el segundo bloque tiene un 15% de participación accionaria, lo que implica que este accionista bien puede formar una coalición mayoritaria o servir de control efectivo de la desviación de rentas del primero.
- iii. Las razones de separación son bajas. Este tipo de razones mide la separación efectiva entre la propiedad y el control. La intuición económica es que a mayor separación, por ejemplo por medio de una afiliación piramidal a un grupo económico, el accionista controlador tiene más posibilidades de apalancar su propiedad directa y ejercer control. Este indicador se mide por la relación que existe entre la propiedad directa e integrada. La primera es *proxy* de los derechos de flujo de caja, mientras que los segundos son *proxy* de los derechos de votación. Contando los cuatro accionistas más grandes las razones de separación son mayores a 0,75. Esto significa que un accionista controlador necesita por lo menos 38% de propiedad para obtener un 51% de derechos de control.

Estas mediciones sugieren que, entre las razones de una baja separación entre propiedad y control junto con la alta concentración del *equity* en manos de los primeros cuatro grandes accionistas, existe un sesgo privado de control y supervisión entre los bloques con las gerencias. Este sesgo es contrario al denominado *control de mercado*, típico de corporaciones con propiedad dispersa y sin existencia de bloques. En estas organizaciones, las gerencias tienen gran discreción e independencia facilitando los conflictos de agencia de la delegación cuando los objetivos de maximización son diferentes entre la gerencia y los propietarios. La competencia por el control es un comportamiento esperado y facilitado por la no limitación a la propiedad cruzada.

En relación con los bancos y otras instituciones financieras la concentración de la propiedad es mucho mayor a la reportada en el sector real. El cuadro VII.10 resume estadísticas de

Cuadro VII.9**ESTADÍSTICAS DE PROPIEDAD Y CONTROL. EMISORES DE VALORES. FIRMAS SECTOR REAL CON AL MENOS UN BLOQUE DE VOTACIÓN**

Indicador/Estadístico	1996-99	2000-04	1996-99	2000-04
Número de firmas	146	101,6	Razón de separación: Equity / Control	
Primer gran accionista: Equity 1			Primer bloque de votación	
Promedio	0,3628	0,4333	0,9592	0,9522
Mediana	0,4855	0,3712	1,0000	1,0000
Desviación estándar	0,2161	0,2467	0,1020	0,1181
Min	0,1027	0,1066	0,4603	0,4321
Max	0,9584	0,9761	1,0000	1,0000
Segundo gran accionista: Equity 2			Segundo bloque de votación	
Promedio	0,1590	0,1544	0,9082	0,8384
Mediana	0,2012	0,1335	1,0000	1,0000
Desviación estándar	0,0901	0,0983	0,2003	0,2769
Min	0,0057	0,0071	0,1753	0,0834
Max	0,4876	0,4862	1,0000	1,0000
Tercer gran accionista: Equity 3			Tercer bloque de votación	
Promedio	0,0947	0,0867	0,8883	0,7977
Mediana	0,1221	0,0767	1,0000	1,0000
Desviación estándar	0,0556	0,0643	0,2244	0,3038
Min	0,0000	0,0000	0,0162	0,0154
Max	0,3124	0,3066	1,0000	1,0000
Cuarto gran accionista: Equity 4			Cuarto bloque de votación	
Promedio	0,0629	0,0552	0,8528	0,7535
Mediana	0,0881	0,0512	1,0000	0,9985
Desviación estándar	0,0408	0,0419	0,2593	0,3299
Min	0,0000	0,0000	0,0000	0,0001
Max	0,1987	0,1749	1,0000	1,0000
Suma cuatro más grandes accionistas: CR4				
Promedio	0,6794	0,7296		
Mediana	0,8708	0,7697		
Desviación estándar	0,2209	0,2198		
Min	0,2127	0,2704		
Max	1,0000	1,0000		

Notas: mediciones basadas en una muestra de 108 firmas emisoras de valores del sector real que exhiben por lo menos un bloque de votación. Un bloque de votación representa votos acumulados de un accionista controlador con al menos 10% de votos directos.

Fuente: Gutiérrez y Pombo (2009).

Cuadro VII.10
BANCOS COMERCIALES Y OTRAS INSTITUCIONES FINANCIERAS. EVOLUCIÓN DE LA CONCENTRACIÓN ACCIONARIA. PRIMER GRAN ACCIONISTA: CRI

Sector	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	prom
Bancos comerciales	N	31	32	30	26	24	22	22	15	16	16	16	22,92
	Media	0,5885	0,5869	0,6699	0,675	0,7269	0,6916	0,6779	0,7357	0,6407	0,6267	0,663	0,662
	p50	0,6205	0,618	0,7583	0,7215	0,8887	0,7369	0,7397	0,821	0,6672	0,6678	0,7533	0,726
	p75	0,9262	0,9011	0,94	0,9375	0,9388	0,9373	0,9373	0,9499	0,8132	0,8666	0,8872	0,908
	p25	0,2463	0,2915	0,4451	0,4451	0,5567	0,4989	0,4451	0,6521	0,4981	0,4215	0,5117	0,472
Otras instituciones financieras*	N									21	24	26	23,67
	Media									0,6353	0,6559	0,6936	0,662
	p50									0,8109	0,8382	0,8111	0,82
	p75									0,9473	0,9478	0,9458	0,947
	p25									0,332	0,3589	0,4524	0,381

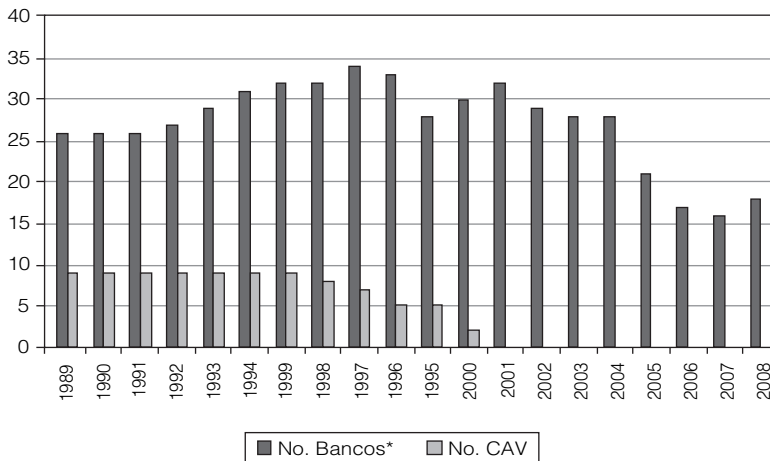
Notas: Otras instituciones financieras: compañías de financiamiento comercial (20), corporaciones financieras (3), almacenes generales de depósito (1), compañía de seguros (1).

Fuente: Cálculos propios basados en SFIN. Registro Nacional de Emisores (RNE).

propiedad que ameritan varios comentarios. El primer bloque es el accionista controlador. La media (mediana) del índice de concentración del primer accionista –*CRI*– es 0,66 (0,72), indicador que se ha incrementado con los años. De hecho, en 2007, en la mitad de los bancos el accionista controlador tenía una participación mayor de 0,75, mientras que en 1996 este estadístico era 0,62. La separación entre propiedad y control no es fuente de conflicto para este caso. Este proceso de concentración se explica por la drástica reducción del número de bancos durante los últimos 12 años a causa de procesos continuos de adquisiciones y fusiones de los bancos nacionales y por la entrada y salida de bancos internacionales. El número se redujo de 32 bancos en 1997 a 16 en 2007. En el período se promulgó una reforma financiera (1993) que eliminó la banca especializada y, por esta razón, las corporaciones de ahorro y vivienda que eran las instituciones hipotecarias especializadas, se transformaron algunas en bancos y otras se liquidaron como sociedades (gráfico VII.3).

La estructura de juntas directivas en Colombia responde a la de control de las firmas y de los conglomerados a las que están afiliadas. Los directorios reflejan los intereses de los inversionistas dominantes y la participación de directores independientes en las juntas. El cuadro VII.11 sintetiza las mediciones demográficas básicas para el período 1998-2004 de 77 firmas no financieras. De ellas, 34 están afiliadas al Grupo Empresarial Antioqueño y 13 al grupo Santo Domingo. Las restantes 30 son firmas no afiliadas e incluidas como grupo de control. Respecto a este cuadro, primero, el tamaño de las juntas varía entre 6 y 20 miembros, con media (mediana) de 9,85 (10) directores. La participación de las mujeres es de 8,8%. Este número es similar al que se observa en Europa. Por ejemplo, en Noruega se ha hecho explícita la participación de las mujeres como una buena práctica corporativa.

Gráfico VII.3
NÚMERO DE BANCOS COMERCIALES Y CORPORACIONES DE AHORRO Y VIVIENDA (CAV), 1989-2008



Fuente: Superintendencia Financiera.

* No incluye el Banco Central Hipotecario (BCH)

Cuadro VII.11

PANEL A: Características demográficas de las juntas directivas - promedios por año							
	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004
Número miembros	10,20	10,24	9,83	9,86	9,54	9,53	9,69
Participación femenina	0,0881	0,0828	0,0841	0,0917	0,0955	0,0898	0,0828
Porcentaje de directores-CEO	0,3474	0,2813	0,3075	0,2791	0,2761	0,3190	0,2269
Familia	0,0627	0,0705	0,0456	0,0461	0,0624	0,0484	0,0321
Porcentaje de firmas que tenían dualidad CEO-director	0,2333	0,3051	0,1552	0,1754	0,1786	0,1569	0,1538
Porcentaje de directores extranjeros	0,0591	0,0831	0,0798	0,0768	0,0858	0,0874	0,0976

PANEL B: Estadísticas sobre entrecruces de miembros de directores 1998-2004					
	Media	Mediana	Desv. típica	Min.	Max.
Interlocks de directores	1,20	0,60	1,44	0	6,25
Interlocks recíprocos de CEO	0,21	0,00	0,58	0	4
Número máximo de asientos externos que tiene un director de la firma	3,29	3,00	3,10	0	11

Fuente: Pombo, Gutiérrez y Fortich (2008).

La media (mediana) de directores extranjeros en la muestra es de 8% (17,1%). Este resultado se explica por la inclusión de subsidiarias de empresas multinacionales incluidas en el grupo de control y refleja la dinámica de la inversión extranjera positiva en el país en los últimos 6 años.

La propiedad entrecruzada en Colombia permite observar estructuras diferentes en las juntas a lo observado en otras economías emergentes donde hay limitación a la propiedad entrecruzada, como por ejemplo en Chile. En consecuencia es común observar entrecruces de directores (*interlocks*) y de presidentes de empresas. Los indicadores de entrelazamiento señalan varias tendencias. Primero, el porcentaje de firmas que tuvieron al CEO como miembro de la junta directiva se redujo en la mitad entre 1999 y 2004. En 1999 este porcentaje fue de 30%, mientras que en el 2004 este número se redujo a 15,4%. Sin embargo, el número de directores que fueron al mismo tiempo CEO de otras firmas permaneció constante en el período, alrededor del 25%. La fracción de miembros de juntas con lazos familiares con el CEO se mantuvo en promedio sobre el 5%. El panel B del cuadro resume los estadísticos de los indicadores de entrelazamiento.

El primer indicador de entrelazamiento es entre miembros de juntas directivas. Este indicador es normalizado por el tamaño de la junta y su lectura es la siguiente: una junta de 10 miembros con un valor de 1 indica que sus directores como un todo tienen 10 asientos

externos. Las mediciones sugieren que, en promedio, hay 12 asientos externos por cada 10 directores. El máximo número de asientos externos del director mejor conectado tuvo una media de 3,3 y el porcentaje de firmas donde se observó entrecruces recíprocos entre sus CEO fue de 20%. De estas empresas la mayoría están afiliadas al GEA, donde el enroque accionario es más extendido y profundo. El gráfico VII.4 ilustra los derechos de control entrecruzados entre las cabezas del conglomerado GEA para 2004. Es claro de estos cálculos que la afiliación busca, entre otros, que cada firma tenga una representación en las otras con el fin de vigilar la calidad de las inversiones con financiación conjunta.

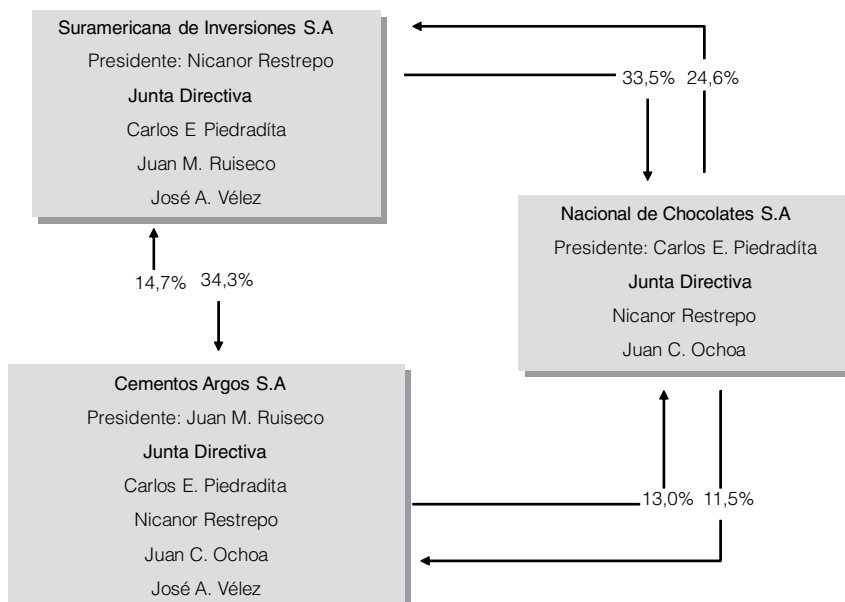
Estos resultados dan evidencia de los cambios en la implementación de buenas prácticas en las corporaciones colombianas a pesar de la concentración de propiedad que sigue siendo una restricción. Un elemento que impulsó la adopción voluntaria de códigos de buenas prácticas fue la Resolución 275 de la antigua Superintendencia de Valores en 2001.¹¹ Como se mencionó, en ese año se expidieron el mayor número de códigos y esto implicó una separación del CEO de las actividades de la junta directiva. Pombo *et al.* (2008) muestran que en promedio la valoración corporativa, medida por la Q de Tobin, cae en promedio un 8% cuando el CEO es miembro de la junta directiva.

Las reformas regulatorias sobre los emisores de títulos de valores –*equity law*– han sido parciales en América Latina; según Chong y López-de-Silanes (2007), Argentina, Brasil, Chile, Colombia y México han emitido reformas legales a sus leyes de derecho comercial y societario que han estado atadas a la consolidación de los mercados de capitales. Para Colombia, las principales reformas a las leyes que regulan la captación pública de inversiones a través de los mercados de capitales y, en particular, a la normatividad sobre buenas prácticas empresariales se resumen en la Ley 222 de 1995, la Ley 964 de 2005, y las siguientes resoluciones de la antigua Superintendencia de Valores: 1405 de 1994, 400 de 1995, 932 de 2001, 275 de 2001 y 116 de 2002. La Ley 222 reformó el Código de Comercio en su segundo libro sobre constitución, fusiones, escisiones, funciones de las asambleas generales o junta de socios, administración, matrices y subordinadas, entre otros aspectos de operación de las sociedades comerciales.

La Ley 964 de 2005 es la reforma más importante en términos de regulación de los mercados de valores y de protección a los accionistas minoritarios. Su diseño sigue los referentes de reformas adoptadas internacionalmente, como por ejemplo Sarbarnes-Oxley (SOX 2002) y las reformas a la ley corporativa implementadas en Corea entre 1998 y 2003 en relación con la representación de directores independientes, comités de auditoría y sistemas de información y de control financiero. El cuadro VII.12 resume, por criterios de regulación, el alcance de esta ley. Dos puntos centrales de esta reforma están en el capítulo de los deberes y funcionamiento de los emisores de valores, y están relacionados con las juntas directivas (Art. 44) y los comités de auditoría (Art. 45). En relación con las juntas directivas, las directrices más importantes establecen que un 25% de sus miembros deben ser independientes y se definen los criterios para considerar cuándo un director satisface las condiciones de independencia. En particular, se considera no independiente una persona que sea empleado o directivo de

¹¹ La Resolución 275 de 2001 expedida por la Superintendencia de Valores “Obliga a los emisores que quieran recibir inversiones de los Fondos de Pensiones y Cesantías a emitir códigos de buen gobierno corporativo, los cuales deben especificar cómo evalúan a sus administradores, ejecutivos y directores”.

Gráfico VII.4
GRANDES ACCIONISTAS ENTRECRUCE RECÍPROCO DE PRESIDENTES Y DIRECTORES -
GRUPO EMPRESARIAL ANTIOQUEÑO (GEA), 2004.



Fuente: Superintendencia Financiera y Superintendencia de Sociedades. Derechos de control, base de datos de accionistas ensamblada por Gutiérrez y Pombo (2008).

Notas: los números entre las flechas indican derechos de votación en 2006.

una empresa filial, subsidiaria o afiliada en general al mismo conglomerado. La ley considera otras dimensiones de la regulación internacional, como por ejemplo si es accionista controlante de la firma, empleado o socio de empresas con transacciones relacionadas, pero limitadas sólo a servicios de consultoría (ejemplo, banca de inversión) y directivo de una fundación sin ánimos de lucro que sea directa beneficiaria del emisor. La ley también flexibiliza el sistema de elección de los directores, que utilizaba únicamente el sistema de cociente electoral, y hace explícita la separación entre el representante legal de las firmas y el presidente de la junta directiva. La ley estipula que los comités de auditoría deben tener por lo menos tres personas y estar conformados principalmente por miembros independientes. Es obligatorio que el presidente de ese comité sea un miembro independiente de la junta directiva.¹²

La última medida importante de supervisión y regulación a los emisores de valores en Colombia es la Circular 055 de noviembre de 2007 de la Superintendencia Financiera, que derogó la Resolución 275, e hizo obligatorio que los emisores de valores, intermediarios

¹² El Comité de auditoría tiene como principal función garantizar la calidad de la información financiera teniendo en cuenta el riesgo sistémico del negocio.

Cuadro VII.12
RESUMEN DE LAS DISPOSICIONES DE LA LEY 964 DE 2005.

Protección accionistas minoritarios	Art. 39	Mecanismos de elección
	Art. 40	Propuestas
	Art. 43	Acuerdo entre accionistas
	Art. 44	Juntas Directivas emisores
Información	Art. 7	Sistema de información
	Art. 67	Modernización de sistemas de negociación
Autorregulación	At. 21	Contralor normativo para las sociedades comisionistas de bolsa
	Art. 25	Obligatoriedad de autorregulación
	Art. 45	Comités de auditoría para los emisores de valores
Riesgo	Art. 9	Sistemas de compensación y liquidación
	Art. 25	Cámaras de riesgo central de contraparte
	Art. 50	Catálogo de las infracciones
	Art 53	Criterios para la graduación de sanciones
	At. 68	Separación patrimonial
Unificación normativa	Art. 2	Definición de valor
	Art.3	Actividades del mercado de valores

Fuente: síntesis propia basada en la Ley 964 de 2005.

financieros y demás firmas que estén bajo la supervisión de la Superintendencia adopten el Código País de Mejores Prácticas Corporativas.¹³ El diseño del código fue resultado de una iniciativa interinstitucional de la Superintendencia y la BVC con diversos gremios de los sectores financiero y real, y tiene como principal objetivo estandarizar las prácticas de GC, las cuales se encontraban dispersas en un gran número de códigos de buena GC adoptados por las diferentes corporaciones públicas emisoras de títulos de valores. El Código País sigue el principio “cumpla o explique” y establece por eso medidas voluntarias y complementarias a las contenidas en el marco legal colombiano, con el fin de mejorar los sistemas de GC al interior de las sociedades colombianas y, en particular, de las sociedades listadas en la BVC. Este código se estructuró sobre un conjunto de medidas en los siguientes temas: i) asamblea general de accionistas; ii) juntas directivas, iii) revelación de información financiera y no financiera; y iv) solución de controversias. En el año 2007 se llevó a cabo la primera encuesta Código País la cual se explica en detalle en la sección IV.

¹³ En particular, la Circular 055 establece lo siguiente: “Criterios de inversión. Las entidades vigiladas, para la toma de sus decisiones de inversión, deberán establecer criterios discrecionales respecto de las recomendaciones del Código País y las demás prácticas de buen gobierno corporativo adoptadas por los emisores destinatarios de sus inversiones, las cuales serán incorporados dentro de sus modelos de análisis, junto con la ponderación de los mismos. Las entidades vigiladas deberán adoptar mecanismos para informar dichos criterios, de forma permanente y actualizada, a la Superintendencia Financiera y al mercado en general”.

C. MERCADO DE CAPITALES EN COLOMBIA: 1990-2007

El desarrollo del mercado de capitales en Colombia desde 1950 se ha caracterizado por tener una bolsa de renta fija y por una contracción absoluta de las transacciones de títulos de renta variable. Varios factores de política económica incidieron en este resultado. Primero, el nuevo papel de banca de desarrollo otorgado al Banco de la República en 1950, que le autoriza a proveer préstamos de mediano y largo plazo al sector real mediante fondos de fomento industrial y agropecuario. Ello incentivó el cambio de *equity* por deuda en la estructura de capital de la empresa. Esta conducta se reforzó cuando las tasas de inflación pasaron a niveles de dos dígitos en los años setenta y generaron tasas subsidiadas de interés.¹⁴

Segundo, la reforma tributaria de 1953 implantó la doble tributación de las inversiones en títulos de valores con impuestos personales al pago de dividendos y corporativos a las utilidades. Estas medidas en su conjunto generaron, como efecto directo, un proceso de concentración del capital y el inicio de la formación de conglomerados económicos. El gráfico VII.5 muestra la evolución del mercado accionario en cuarenta años, en los que la participación de acciones en el volumen transado cae del 47% en 1950 a menos del 1% en el año 2001. Las fuentes de financiamiento de las empresas han seguido un orden jerárquico, como en muchos otros países emergentes. La deuda y retención de utilidades son las principales fuentes, mientras que el financiamiento externo no intermediado a través de emisiones de acciones o bonos corporativos es residual. El cuadro VII.13 presenta información de las fuentes de financiamiento de las empresas no financieras vigiladas por la Superintendencia de Sociedades (SSOC), que son en su gran mayoría firmas cerradas y no listadas entre 2001 y 2006.¹⁵ Tres hechos se identifican claramente: primero, el grueso de la financiación del sector real proviene del sistema financiero que representa en promedio un 34% de la financiación. Segundo, a pesar del relativo incremento en el año 2003, la financiación de la mayoría de las empresas por medio de la emisión de bonos y acciones es pobre y con tendencia a la baja. Tercero, la reinversión de utilidades es un instrumento de financiación altamente utilizado.

1. Reformas a la legislación financiera: 1990-2007¹⁶

Una pregunta central que frecuentemente se hacen los analistas es ¿Qué resultados generaron las reformas económicas de la apertura sobre el sector financiero? La reforma financiera de 1990 o Ley 45, introdujo una serie de elementos nuevos en la normatividad que afectaron positivamente el desarrollo del sector.¹⁷

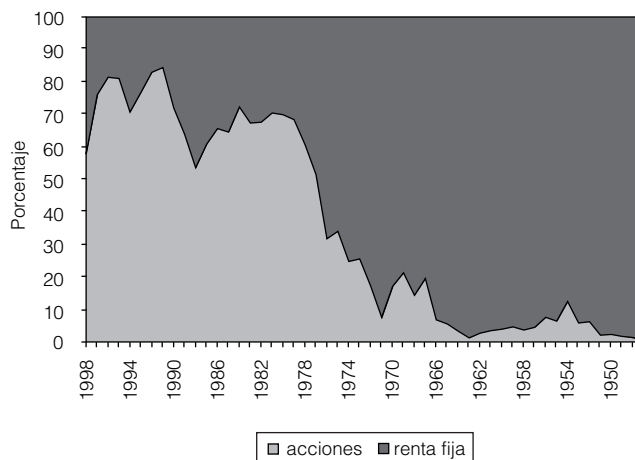
¹⁴ Véanse Ministerio de Hacienda, Banco Mundial y Fedesarrollo (1996, p. 15).

¹⁵ La base de la Superintendencia de Sociedades incluye en promedio 9.000 sociedades comerciales supervisadas. Algunos emisores de valores que reportan a la Superintendencia Financiera también lo hacen a la Superintendencia de Sociedades, especialmente cuando cancelan los registros como emisores de valores.

¹⁶ Para más detalles sobre todos los aspectos legislativos y hechos estilizados acontecidos en el sector financiero a partir de 1990, véanse los documentos de Arbeláez *et al.* (2002), Arango (2006), Clavijo (2000 y 2006), Clavijo *et al.* (2006), Villar (2008) y Villar *et al.* (2005), entre otros.

¹⁷ La Ley 45 de 1990 buscó hacer más competitivo y eficiente el sistema financiero, permitiéndole a sus agentes realizar nuevas operaciones, modificar las reglas de entrada y salida del mercado al igual que la composición accionaria de la propiedad de las entidades financieras. La ley permitió al sistema financiero pasar de una

Gráfico VII.5
EVOLUCIÓN DEL MERCADO DE VALORES 1950-2001



Fuente: Bolsa de Valores de Colombia.

Cuadro VII.13
COMPOSICIÓN DE LAS FUENTES DE FINANCIAMIENTO DEL SECTOR REAL

Tipo de entidad	2001	2002	2003	2004	2005	2006
Deuda financiera	42	40	25	34	27	37
Deuda comercial	19	19	20	19	18	18
Utilidades retenidas	18	15	19	24	25	21
Bonos y papeles comerciales	4	8	10	4	7	1
Acciones	5	7	11	5	4	3
Capital para invertir	12	10	15	15	18	20

Fuente: Villar, L. (2008).

Pese a eso, tres nuevas leyes fueron aprobadas entre 1993 y 2003 buscando modificar la estructura y funcionamiento del sistema financiero colombiano. Los cambios en la legislación apuntaron a fortalecer la solvencia del sector y a hacerlo más dinámico y competitivo. En primer lugar, se expidió la llamada ley marco del sector con la Ley 35 de 1993 que esta-

banca especializada a un esquema de multibanca, al establecer dos tipos de instituciones financieras: los establecimientos de crédito y las sociedades filiales de servicios financieros. La ley incluye aspectos de regulación antimonopolio, competencia desleal, protección al consumidor, y regulación de tipo prudencial en particular sobre los aspectos de solvencia patrimonial y capitales mínimos requeridos, entre otros.

bleció parámetros más precisos de patrimonio técnico y solvencia; autorizó la conversión (y monopolio) de las compañías de *leasing* financiero en compañías de financiamiento comercial; autorizó a las corporaciones de ahorro y vivienda, CAV, a realizar créditos de consumo sin hipoteca pero conservando su carácter de entidades especializadas en financiar vivienda u otro tipo de bienes inmuebles; y autorizó a las CAV y a las corporaciones financieras (CF) a ser intermediarios del mercado cambiario, lo que les permitió efectuar operaciones en monedas extranjeras. Posteriormente, a raíz de la crisis hipotecaria de 1998-1999, el debilitamiento del sistema de las CAV y la estructura compartimentada y de altos costos del sector, el Congreso expidió la Ley 510 de 1999 que buscaba modernizar la regulación vigente para hacerla concordante con los estándares internacionales de regulación y supervisión bancaria.

En segundo lugar, la Ley 546 de 1999 o Ley de Vivienda, entre otras medidas, llevó a reordenamiento del negocio hipotecario en Colombia, permitiendo a las CAV convertirse en bancos y establecimientos hipotecarios, y a los demás bancos otorgar créditos de vivienda y finca raíz, y reformar el estatuto orgánico del sistema financiero. Posteriormente, se expidió la Ley 795 de 2003 la cual introdujo arreglos normativos relacionados con los elementos de salvamento y protección de la confianza del público, en particular en aspectos relacionados con regímenes de conflicto de interés, reglas de conducta de los administradores y derechos de información de los usuarios, entre otros. Los cambios en la legislación de la década de 1990 trajeron consigo un proceso de consolidación de conglomerados financieros, lo cual se fundamentó en el fortalecimiento de la relación establecimientos financieros-filiales, manteniendo la separación de las actividades de intermediación y las de prestación de servicios financieros asociados. El gráfico VII.6 ilustra la estructura de funcionamiento del sistema financiero luego de la expedición de las leyes 510 de 1999 y 795 de 2003. Como se aprecia, la estructura es un híbrido que recoge elementos de la banca especializada y de la banca universal.

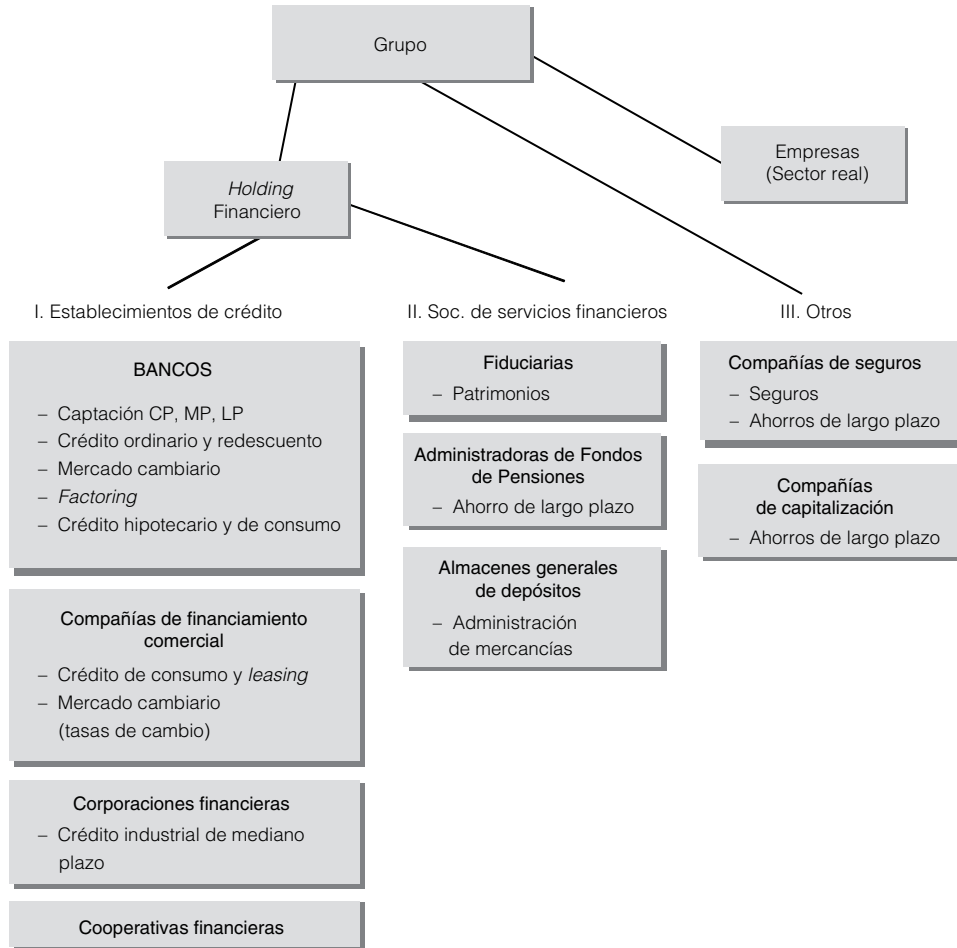
2. Sector financiero: hechos estilizados 1990-2007

La introducción de las reformas de los años noventa generó resultados positivos. El primer resultado fue el proceso de consolidación de “grandes” conglomerados financieros que se conformaron como compartimentos de actividades financieras divididas en: i) establecimientos financieros como bancos comerciales e hipotecarios, ii) corporaciones de financiamiento comercial y corporaciones financieras, estas últimas funcionando como filiales de un banco; iii) sociedades prestadoras de servicios financieros, y iv) otros servicios financieros como seguros y compañías de capitalización.

Esta evolución puede verse como positiva en la medida que consolida estructuras de propiedad que generan economías de escala y de alcance, las cuales contrarrestan el posible efecto negativo de tener un mercado de intermediación más concentrado. En otras palabras, se buscó reemplazar una estructura de establecimientos financieros de tamaño mediano y des-conexos por otro con menor número de instituciones patrimoniales pero más grandes y altamente entrelazadas. El resultado fue la salida de instituciones financieras, por medio de adquisiciones y fusiones, donde se pasó de 201 instituciones financieras en 1995 a 77 en 2006, y un incremento considerable de la concentración accionaria en los bancos comerciales y otras instituciones financieras (cuadro VII.14).

Gráfico VII.6
SISTEMA FINANCIERO COLOMBIANO: BAJO LA LEY 510/99 Y 795/03
(ESTATUTO FINANCIERO)

Sistema financiero colombiano bajo la Ley 510/99 y 795/03
 (Estatuto Financiero)



Fuente: Clavijo, S. (2006).

Un segundo resultado positivo ha sido el control de la inflación y la tendencia a la baja del costo del crédito (cuadro VII.15). Las mediciones del margen de intermediación y sus componentes muestran esta reducción efectiva en el costo de la deuda, principal componente del costo de capital de las empresas en Colombia. El margen disminuyó en promedio 5 puntos porcentuales en el mismo período. El efecto más notorio ha sido el control de la inflación que

Cuadro VII.14
NÚMERO DE ENTIDADES FINANCIERAS

Tipo de entidad	1990	1995	1999	2004	2005	2006
Bancos	26	32	26	21	19	17
Corporaciones de ahorro y vivienda - TH	10	10	5	7	1	1
Corporaciones financieras	22	24	10	4	2	2
Corporaciones de financiamiento comercial	72	74	40	25	25	24
Generales		31	21	15	15	15
Leasing		43	19	10	10	9
Total establecimientos de crédito	130	140	81	57	47	44
Otras entidades		61	45	36	34	33
Administradoras de fondos de pensiones		14	8	6	6	6
Sociedades fiduciarias		47	37	30	28	27
Total		201	126	93	81	77

Fuente: Clavijo *et al.* (2006) y Villar (2006).

Notas: TH = titularizadora hipotecaria

pasó de niveles superiores al 20% anual a tasas menores al 7% anual en 2006. La reforma del Banco de la República en 1991, que adoptó un modelo de banca independiente y el control de la inflación como principal objetivo de la política monetaria, explica este resultado. El efecto de la reducción de la inflación se trasladó, aunque en menor medida, al costo del crédito el cual descendió en promedio cerca de 30 puntos porcentuales al pasar de 45,2% en 1990 a cerca de 13% en 2006, con un repunte en 2007 alcanzando el 15%. La tasa de intermediación bancaria, o tasa de préstamos interbancarios, también descendió de 24% en 1995 a menos del 10% en 2007.

Este proceso estuvo acompañado de una ganancia en los índices de solvencia. De hecho, la razón de patrimonio técnico a activos ponderados por riesgo ha venido recuperándose y se ubica muy por encima del 9% que estipula la regulación. A pesar de la eficiencia ganada por los menores márgenes en Colombia, éstos duplican los observados en promedio en otras economías emergentes, como Chile, México, Malasia y Tailandia durante 2006, pero son muy inferiores a los observados en otras economías de la región como Brasil y Perú. La pregunta que surge es si el elevado margen de intermediación es consecuencia del proceso de concentración de la actividad de intermediación en unos pocos operadores del mercado o si existen otros factores que pueden explicar este fenómeno. El argumento de economías de alcance y mejoras en eficiencia operativa que han causado una reducción relativa en los costos de intermediación es una razón plausible a favor de la reducción del margen. Sin embargo, los determinantes del margen son varios y están asociados a variables propias de la firma como lo son la calidad de cartera, su exposición a costos no financieros, el nivel de reservas promedio y el tamaño de la firma por número de clientes o por el valor de los activos. La

Cuadro VII.15
MARGEN DE INTERMEDIACIÓN, INFLACIÓN E ÍNDICE DE SOLVENCIA

Año	Tasa activa ¹	CDT 90 días ²	Tasa DTF ³	Inflación	Margen	Índice solvencia
1990	45,25	35,34		32,37	9,91	
1995	42,77	32,03	23,90	19,47	10,74	0,1281
2000	26,37	11,94	10,83	8,75	14,44	0,1258
2005	14,56	6,91	6,19	4,85	7,65	0,1419
2006	12,89	6,14	6,49	4,48	6,76	0,1356
2007	15,38	7,87	9,36	5,69	7,51	0,1366

PANEL B: Margen de intermediación para algunas economías emergentes							
Año	Brasil	Chile	México	Perú	Corea	Malasia	Tailandia
1990	..	8,5	..	2335,0	0,0	3,1	2,2
1995	..	4,4	19,6	26,5	0,2	2,8	1,7
2000	39,6	5,6	8,7	20,2	0,6	4,3	4,5
2005	37,8	2,7	6,2	22,9	1,9	3,0	3,9
2006	36,9	2,9	4,2	20,7	1,5	3,3	2,9

Fuente: Banco de la República y World Bank-WDI.

Notas:

1/ Tasa calculada a partir del formato 088 de la Superintendencia Financiera de Colombia. Se dejó de calcular en el mes de abril de 2001. A partir de 2001, calculado como el promedio ponderado por monto de las tasas de crédito de: consumo, preferencial, ordinario y tesorería para los días hábiles del mes. Debido a la alta rotación del crédito de tesorería, su ponderación se estableció como la quinta parte de su desembolso diario.

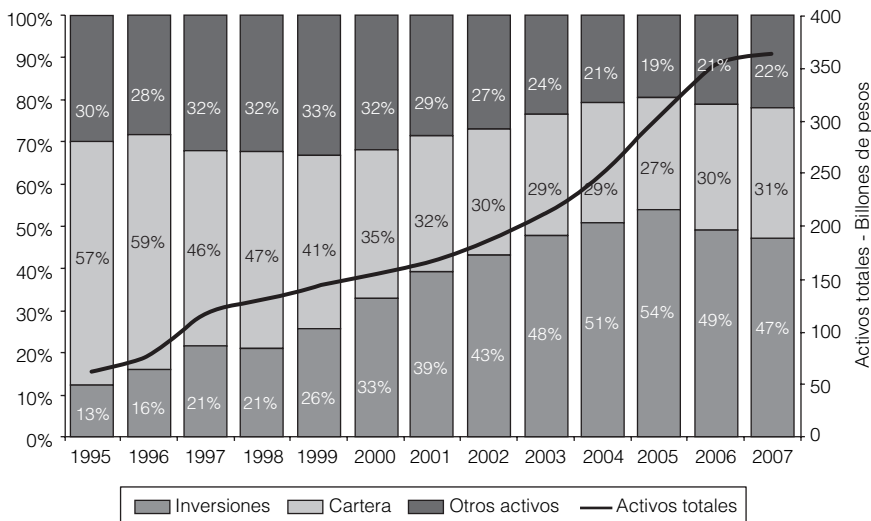
2/ Mensual de bancos y corporaciones financieras.

3/ DTF = tasa interbancaria.

nueva configuración del sector financiero ha generado una diversificación de sus activos. Históricamente, el sector ha tenido como objeto directo el jugar un papel tradicional de intermediación. Sin embargo, a partir de los años noventa, se observa una tendencia decreciente de la ponderación de la cartera en el total de activos, que pasó de un 57% en 1990 a un 31% en 2007, mientras que dada la dinámica del mercado público de renta fija, el sector financiero pasó de invertir un 13% de sus recursos en 1995 a cerca del 45% en 2007, con un pico de 54% en 2005 (gráfico VII.7). Esta recomposición influyó en una mejora en la calidad de la cartera y, por ende, una disminución del margen de intermediación.

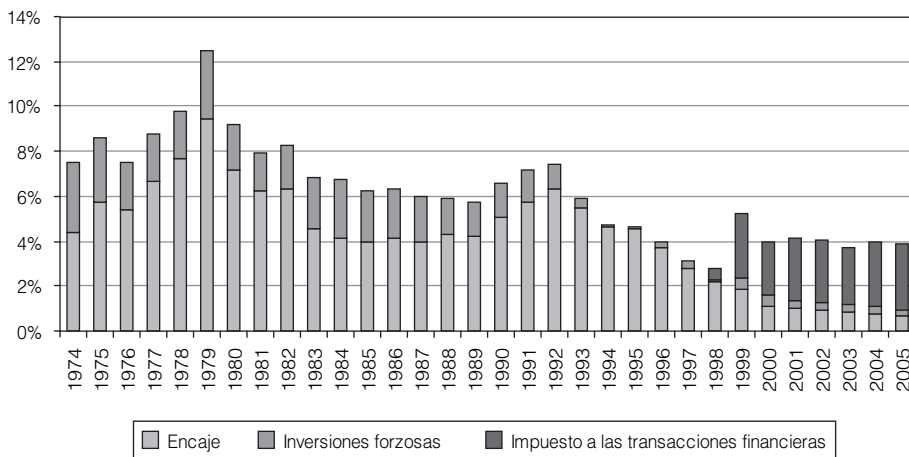
La persistencia de altos márgenes de intermediación relativos a los promedios internacionales se explica por elementos de represión financiera que comprenden los encajes, las inversiones forzosas y, más recientemente, el impuesto a las transacciones financieras. Villar *et al.* (2005) presentan un índice de represión financiera que busca reflejar la diferencia que generan esos elementos reguladores sobre el margen de intermediación sin la presencia de estas distorsiones. El gráfico VII.8 muestra la evolución del indicador para el período 1974-2005.

Gráfico VII.7
COMPOSICIÓN DE ACTIVOS EN EL SISTEMA FINANCIERO, 1995-2007



Fuente: Superintendencia Financiera.

Gráfico VII.8
ÍNDICE DE REPRESIÓN FINANCIERA



Fuente: Villar et al. (2005).

Claramente, la política del Banco de la República respecto al encaje ha sido la de disminuir sistemáticamente, a partir de 1992, su incidencia en el margen de intermediación. Situación similar se observa respecto al efecto de las inversiones forzosas. El índice venía en descenso hasta 1997, cuando el gobierno de turno estableció un impuesto, inicialmente de carácter transitorio, llamado a gravar las transacciones financieras que impliquen retiro de fondos de cuentas corrientes, bancos y demás intermediarios en un 2x1.000. El impuesto fue extendido y aumentado al 3x1.000 en 2001, y a 4x1.000 en 2003 y así se mantiene hasta la fecha. Este es un impuesto no técnico que incentiva una menor bancarización de la economía. La incidencia del impuesto a las transacciones financieras revirtió el efecto descendente sobre el índice de represión financiero, el cual se ubicó en 2005 en alrededor de 4%. La represión financiera explicada por el impuesto a las transacciones, sin duda ha sido un contrapeso a los efectos positivos de la mayor eficiencia operativa sobre el margen de intermediación.

3 Mercado de acciones y títulos valores de renta fija: 1990-2007

En las secciones anteriores se explicó cómo el mercado accionario en Colombia se convirtió en un mercado residual con muy pocas ofertas públicas de acciones y un nivel estructuralmente bajo del volumen transado de acciones desde mediados de los años setenta. En los últimos cinco años, sin embargo, se ha observado una mayor valoración corporativa de empresas listadas, pero acompañada por una mayor cancelación de registros de bolsa de las empresas financieras y del sector real. Este fenómeno ha concentrado la mayor valoración en pocas empresas, a pesar de la reciente entrada de empresas del sector energético a causa de las privatizaciones. El reciente incremento o *boom* de la capitalización bursátil obedeció a varios factores que generaron un exceso de demanda. La gran liquidez internacional, las bajas tasas de interés en Estados Unidos, la apreciación del peso, el incremento de las remesas de residentes colombianos en el exterior unidas a un flujo de repatriación de capitales al país y una baja en las tasas de interés pasivas, coadyuvaron a una mayor demanda de los inversionistas por los títulos de renta variable.

El cuadro VII.16 ilustra cómo las transacciones en acciones se concentran en muy pocas empresas, especialmente en empresas con mayoría estatal o entidades financieras. Por ejemplo, en 2007, de las 67 empresas con acciones en la BVC, sólo 22 fueron catalogadas como de alta bursatilidad y las restantes como de baja o mínima bursatilidad. De las 22 empresas de alta bursatilidad, cuatro son estatales y captaron un alto porcentaje de las transacciones, 9 se relacionan con el sector financiero o con los conglomerados que representan, y tan sólo 8 de las empresas pertenecen al sector real. La falta de dinamismo y la oferta accionaria en unas pocas empresas es sólo el reflejo de la utilización del mercado accionario como fuente alternativa de financiación. El cuadro VII.16 también muestra el total de acciones listadas en la BVC, que incluye a los fondos ganaderos y se reduce a menos de la mitad, pasando de 210 acciones listadas en 1998 a 102 en 2007. De igual manera, el número de acciones que estando listadas no tuvieron ningún movimiento en el año representa cerca de 1/3 de las disponibles en el mercado. A pesar de las limitaciones en la oferta accionaria, en el período 2000-2007 el precio de las acciones se incrementó en promedio en un 150% anual, variación que presenta una correlación de cerca de 0,9 con el incremento de las remesas que representan hoy la segunda fuente de divisas del país después de las exportaciones mineras y superando las expor-

taciones de café. Un factor que ha presionado la demanda es la mayor inversión de los fondos de pensiones en acciones de empresas locales, pasando de 3,2% en 2000 a 15% en 2007. En relación con las emisiones recientes de ofertas públicas en el mercado primario, el cuadro muestra que la emisión primaria de acciones ha tenido grandes oscilaciones. La participación de las acciones en las ofertas públicas ha sido muy volátil, con participaciones cercanas al 50% del total de las emisiones en 2000 hasta 0,5% en 2004. Claramente, esta abundancia de liquidez en la economía generó una burbuja en los precios de los activos que se empezó a corregir en el 2008, y refleja que los portafolios privados están muy limitados para reducir el riesgo ya que no es posible diversificar en este tipo de títulos de valores.

a) *Mercado de renta fija*

De acuerdo con el gráfico VII.5 y los datos analizados en el cuadro anterior, los títulos de renta fija son los instrumentos financieros de inversión preferidos por inversionistas institucionales, entidades financieras y el público en general en el mercado de valores colombiano. Las reformas emprendidas en los años noventa crearon los elementos básicos para el desarrollo del mercado de bonos: inflación controlada; bajas tasas de interés de los títulos de renta fija, como los certificados de depósitos a término, CDT; y en particular la aparición y consolidación de inversionistas institucionales y de los fondos de inversión. Es por esto que los títulos de renta fija se han constituido en el instrumento por excelencia de financiación de las corporaciones públicas, privadas y del Estado colombiano. Las reformas permitieron la creación de entidades especializadas como los inversionistas institucionales: fondos de pensiones obligatorias y voluntarias, fondos de cesantías, fondos de inversión privados y la modernización de las transacciones financieras por medio del sistema electrónico nacional.¹⁸

Son varios los elementos a destacar sobre el desarrollo del mercado de bonos. El primero es la consolidación de un mercado de deuda pública, resultado de la política fiscal del país de financiar el déficit fiscal vía bonos.¹⁹ El impacto del mercado de deuda pública sobre el mercado de capitales es sin embargo de reciente data. Las reformas de los años noventa, que dieron independencia al Banco Central, llevaron a la creación de títulos gubernamentales especializados llamados TES,²⁰ con los cuales el gobierno cubre sus faltantes presupuestales. El mercado de deuda pública ha venido creciendo de manera acelerada desde mediados de los años noventa y esto ha llevado a que la deuda pública del gobierno central de mediano y largo plazo alcance niveles cercanos al 35% del PIB. Este incremento es explicado por el mayor endeudamiento interno. La razón de la deuda interna a la externa pasó de 0,14 en 1990 a 1,66 veces en 2007 (cuadro VII.17).

¹⁸ Para más detalles sobre el mercado de bonos en Colombia, véanse: Aguilar *et al.* (2008), Del Valle y Casas (2008), Echeverry *et al.* (2008), Clavijo y Vera (2007) y Zea (2007).

¹⁹ Como lo reseñan Echeverry *et al.* (2008) la consolidación de un mercado de deuda pública trae varios beneficios. El primero es que el desarrollo de un mercado de deuda pública funciona como punto de referencia y facilita la valoración de otros activos financieros de mayor riesgo. El segundo es que ayuda al desarrollo del mercado de derivados, y el tercero es que si está desarrollado existirá una curva de rendimiento confiable que genera información importante sobre las expectativas de los agentes del mercado.

²⁰ Ley 51 de 1990.

Cuadro VII.16

PANEL A: Liquidez de acciones inscritas, índice de cotización accionaria IGBC, remesas e inversiones de las administradoras de fondos de pensiones								
Año	Em- pre- sas	Sin movi- miento en acciones	Baja bursati- lidad	Alta bursati- lidad	IGBC	Remesas trabajadores US\$ Mill.	Inversiones AFP	
							Renta fija	Renta variable
1997					1.643,7			
1998	218	39	163	16	1.126,1		94,2	3,2
1999	170	29	126	15	1.073,0		92,9	3,0
2000	140	19	103	18	792,9	1.578,0	93,3	2,3
2001	134	39	79	16	1.070,9	2.021,4	89,6	5,0
2002	119	41	62	16	1.608,7	2.453,7	89,2	5,4
2003	117	43	55	19	2.333,7	3.060,1	86,5	4,6
2004	117	42	53	22	4.345,8	3.169,9	80,4	8,1
2005	116	38	57	21	9.513,3	3.313,7	73,1	12,8
2006	115	44	52	19	11.161,1	3.889,6	69,7	14,5
2007	102	34	46	22	10.694,2	4.492,6	69,1	15,0
					correlación	0,8853		

PANEL B: Composición de las ofertas públicas autorizadas mercado primario							
	1998	2000	2002	2004	2005	2006	2007
Renta variable	0,181	0,542	0,167	0,000	0,339	0,356	0,371
Renta fija	0,819	0,458	0,833	1,000	0,661	0,644	0,629

Fuentes: Superintendencia Financiera, y cálculos propios basados en los índices accionarios de la Bolsa de Valores de Colombia, Banco de la República, Asociación de Fondos de Pensiones (Asofondos).

Nota: A partir del 3 de julio de 2001 las Bolsas de Bogotá, Medellín y Occidente se unificaron para conformar la Bolsa de Valores de Colombia.

Segundo, la política del Ministerio de Hacienda de desarrollar un mercado primario de deuda pública con emisiones a 90, 180 y 360 días, con el fin de generar una curva de rendimientos más confiable, ha fallado porque las emisiones de TES se han concentrado en las colocaciones más líquidas haciendo que las de corto plazo sean poco atractivas. Tercero, los criterios aplicados a los filtros que buscan excluir *outliers* con el fin de reducir la volatilidad de la curva de rendimiento son fijados de manera arbitraria y no técnicamente. Echeverry *et al.* (2008) mencionan el criterio de volumen mediante el cual se excluyen operaciones con montos inferiores a \$450 millones sin importar qué tan pequeña o grande es la diferencia con esa cota. En general, los criterios en varios casos eliminan muchas operaciones del mercado

por considerarlas “fuera de límites”, lo cual lleva a una extrema volatilidad en la curva de referencia.

Cuarto, la regulación del mercado de deuda pública constituye una restricción a su expansión. Por un lado, los requerimientos de rentabilidad mínima establecida para los fondos de pensiones obligatorias determinan las rentabilidades de los últimos 36 meses. Si la rentabilidad observada es inferior a la mínima, los fondos deben responder con sus propios recursos. Este factor distorsiona la filosofía de inversión de largo plazo e incentiva la inversión en títulos de corto plazo que conlleva, entre otros factores, a diseñar portafolios menos diversificados y a tomas de riesgos no apropiadas. Por otro lado, están las restricciones impuestas a los títulos financieros en los cuales pueden invertir los inversionistas institucionales que limitan la exposición a la inversión de acciones y bonos en los mercados de valores internacionales. En particular, se resalta el muy bajo tope que se tiene para la compra de bonos corporativos extranjeros que, como en el caso de los bonos Yankis listados en el NYSE, es el mercado de largo plazo más desarrollado y más acorde al perfil de inversión de los fondos de pensiones. Quinto, la rápida consolidación –en un lapso de 13 años– de los inversionistas institucionales en Colombia, liderados por las AFP, es evidente. De acuerdo con Villar (2008), la participación conjunta de los fondos de cesantías, pensiones obligatorias y voluntarias pasó de representar menos del 1% en 1995 al 18% del PIB en 2007.

A pesar del positivo impacto de los fondos de pensiones en el desarrollo del mercado de bonos públicos, la consolidación de un mercado de bonos corporativos dista de los niveles observados en otras economías emergentes. Varias razones explican esta situación. En primer lugar, el número de empresas del sector privado que han emitido bonos corporativos de diferentes tipos o papeles comerciales es pequeño. El cuadro 18 presenta un resumen de las emisiones de bonos corporativos a partir de 2004. Vale la pena destacar algunos puntos. Primero, el número de firmas emisoras de bonos asciende a 44, de las cuales 21 son del sector financiero, 13 del sector real de la producción, y 10 del sector de servicios públicos como energía, agua y telecomunicaciones, donde la participación del gobierno central o municipal puede ser mayoritaria. Segundo, el tamaño de las entidades emisoras corresponde a las grandes empresas en Colombia. Aunque existen ocho emisores con activos a 2007 inferiores a US\$100 millones, el promedio de los activos de los emisores es del orden de US\$2.600 millones. Tercero, la gran mayoría de emisores (con 100% de capital privado) son empresas afiliadas a grupos económicos o son empresas extranjeras. Cuarto, el monto emitido asciende a US\$8.800 millones que representan un 12% del saldo de la deuda pública total de mediano y largo plazo.

Pese a lo anterior, las recientes emisiones de títulos han mostrado que el sector corporativo está en capacidad de competir por recursos frente al gobierno central en el mercado de la deuda. Algunos elementos importantes de las recientes emisiones privadas de bonos y papeles comerciales han sido: i) emisión de bonos a tasas fijas (aunque reservado para el caso de Comcel y otras empresas); ii) tasas de emisión de hasta 10 años; iii) calificación de AA+ y, en algunos casos como el de la Titularizadora Colombia, de BBB. Antes de la crisis financiera de octubre de 2008, se estimaba que el ahorro en el costo de colocación vía bonos respecto al endeudamiento crediticio bancario podía estar en alrededor de 120 puntos base.

Cuadro VII.17
GOBIERNO NACIONAL CENTRAL. SALDO DEUDA TOTAL DE MEDIANO
Y LARGO PLAZO PRODUCTO INTERNO BRUTO, PRECIOS CORRIENTES
 (Miles de millones de pesos)

Año	Deuda total	Deuda interna	Deuda externa	PIB	(1) / (4)	(2) / (3)
1990	3.547	456	3.092	24.030	0,1476	0,1474
1995	11.732	4.856	6.875	84.439	0,1389	0,7063
2000	64.543	32.621	31.922	174.896	0,3690	1,0219
2005	132.880	85.295	47.585	335.547	0,3960	1,7925
2006	143.992	91.410	52.582	382.818	0,3761	1,7384
2007	150.965	94.325	56.640	428.301	0,3525	1,6653

Panel B: Regulación del portafolio de los grandes inversionistas institucionales

Tipo de activo	Compañías de seguros	Fondos de pensiones	Fondos de cesantías
Deuda pública doméstica	0,60	0,50	1,00
Fogafin	0,30	0,10	0,10
Bonos hipotecarios y Activos avalados	0,30	0,40	0,40
Bonos sector financiero	0,30	0,30	0,70
Bonos diferentes al sector financiero	0,30	0,30	0,30
Acciones	0,30	0,30	0,30
Certificados de depósitos		0,02	0,02
Bonos extranjeros	0,30	0,20	0,20
<i>Trust Funds</i>	0,05		
Rentabilidad mínima obligatoria	NO	SI	SI

Fuentes: Departamento Administrativo Nacional de Estadística (DANE) - División de Síntesis y Cuentas Nacionales, Banco de la República y Superintendencia Financiera.

D. PRÁCTICAS ACTUALES DE BUEN GOBIERNO EN LOS EMISORES DE TÍTULOS VALORES

Gutiérrez y Pombo (2007) llevaron a cabo en el año 2004 una encuesta de GC basados en un cuestionario del Credit Lyonnais Securities Asia²¹ (CLSA) del año 2000. Aunque diferente en los aspectos metodológicos, el cuestionario usado en Colombia fue adaptado al de CLSA, en particular los criterios de: disciplina, transparencia, independencia, rendición de cuentas, res-

²¹ La metodología, resultados y cuestionario se encuentra en Credit Lyonnais Securities Asia 2001.

Cuadro VII.18
EMISIONES DE BONOS CORPORATIVOS

Año	Bonos ordinarios		Bonos subordinados		Bonos deuda pública interna		Papeles comerciales		Títulos hipotecarios	
	No.	US\$ Mill.	No.	US\$ Mill.	No.	US\$ Mill.	No.	US\$ Mill.	No.	US\$ Mill.
2004	10	945,0	6	285,6	1	38.500,0	2	103,6	3	1.470,4
2005	11	767,7	5	210,0			2	147,2	3	803,8
2006	11	590,4	3	134,4			2	190,8	3	137,3
2007	7	432,5	1	24,3			5	388,1	5	435,9
2008*	8	363,8	3	262,6			3	214,6	2	667,9

Fuentes: Superintendencia Financiera y Bolsa de Valores de Colombia.

Nota: * hasta el mes de agosto.

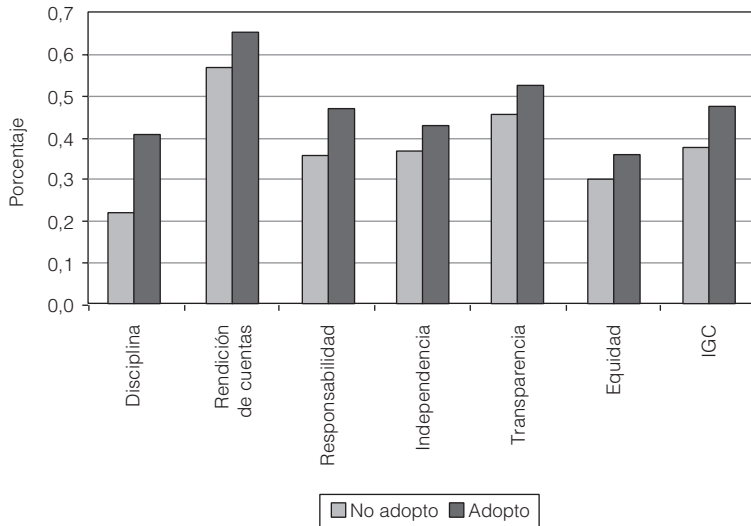
ponsabilidad y equidad. La encuesta fue aplicada a 43 empresas listadas que voluntariamente respondieron el cuestionario. Vale la pena mencionar cuatro resultados de esta encuesta. Primero, las empresas que respondieron que habían emitido un código de GC obtuvieron en promedio mejor puntaje en el índice total y en los diferentes componentes del índice. Esto resulta interesante puesto que responde al espíritu de la Resolución 275 que buscaba mejorar la calidad de la GC de las empresas emisoras de valores con código respecto a las emisoras sin código (gráfico VII.9). Segundo, la media (mediana) de las empresas que respondieron fue 0,43 (0,40) sobre 1, lo cual indica que las empresas colombianas no financieras listadas en la BVC no habían implementado, en promedio, buenas prácticas corporativas.

Tercero, los subíndices que muestran un menor resultado fueron los relacionados con disciplina y equidad. El resultado de disciplina es explicado por una baja calificación en las prácticas de incluir en el reporte anual los avances en la implementación de principios de buena GC. Por su parte, el subíndice de equidad está explicado por el alto porcentaje de acciones comunes necesario para convocar a una asamblea extraordinaria de accionistas. De hecho, sólo 11 de 43 firmas contestaron que se necesitaba menos del 25%. Por supuesto, entre más alto sea este umbral menor es la capacidad de control de los accionistas minoritarios.

Cuarto, el subíndice de transparencia mostró el segundo puntaje más alto dentro del índice de GC. Vale la pena resaltar que variables como la revelación de honorarios de los directores, la revelación de conflictos de interés y la publicación de reportes trimestrales, entre otros, son prácticas implementadas en 80% de las empresas. La revelación de información sobre compensación de los altos ejecutivos es una práctica común en aproximadamente 60% de las firmas encuestadas. Estos resultados son claramente positivos, más aún si se tiene en cuenta que esta medición es anterior a la reforma de GC de 2005 [anexo VII.1]²² La siguiente sección resume los resultados de medición de la encuesta realizada por la Superintendencia

²² Para más detalles sobre los resultados del índice de gobierno corporativo y su relación con el desempeño y valoración corporativa, véase Gutiérrez y Pombo (2005).

Gráfico VII.9
ÍNDICE GOBIERNO CORPORATIVO, 2004



Fuente: Gutiérrez y Pombo (2007).

Nota: Índice de 43 empresas del sector real.

Financiera en 2007 dentro del programa Código País, y muestra el estado del desarrollo de la GC en las grandes corporaciones públicas del país.

1. La encuesta Código País

Esta sección presenta los resultados tabulados de las respuestas de 160 emisores de títulos valores. La encuesta se estructuró en torno a cuatro factores: i) asamblea general de accionistas; ii) juntas directivas; iii) revelación de información financiera y no financiera; y iv) solución de controversias. Cada factor incluye un número diferente de preguntas que se presentan en el anexo. La Superintendencia Financiera publicó, en julio de 2008, el documento “Resultados Encuesta Código País 2007”. Los resultados resaltan, dentro del espíritu de “cumpla o explique”, la adaptación o no de las recomendaciones de mejores prácticas corporativas por parte de los emisores. Los resultados se muestran en términos de porcentaje de emisores que adoptaron o implementaron alguna práctica en particular.²³

En este estudio seguimos un enfoque diferente al de la Superintendencia en relación con el procesamiento de la información cualitativa registrada por las empresas que participan en

²³ La superintendencia expidió la Circular 028 de 2007 mediante la cual establece un cuestionario que las empresas emisoras de títulos de valores, de manera voluntaria, pueden diligenciar y publicar. El cuestionario consta de cuatro secciones con un total de 80 preguntas. 169 emisores –sobre un total de 176 que tienen títulos registrados en el registro nacional de emisores de valores– respondieron la encuesta sobre las prácticas de GC en el año 2007.

la encuesta de Código País. La metodología adoptada sigue la del CLSA, que consiste en cuantificar en un índice las respuestas de cada empresa. Para ello, se asigna el valor de uno (1) si un emisor respondió afirmativamente una pregunta que lleva a mejores prácticas y cero (0) en caso contrario. El índice por cada una de las cuatro secciones se obtiene sumando las respuestas correspondientes, y el total se obtiene como una suma simple ponderada de todas las respuestas. Para visualizar mejor el puntaje o índice total de cada empresa se normalizó entre un mínimo de cero y un máximo de uno. Para hacer más atractivo el análisis y poder ver generalidades más que casos particulares, se clasificaron los emisores en diferentes categorías: i) pertenencia a un grupo económico o conglomerado financiero, ii) actividad económica CHU 2 dígitos, iii) origen del capital accionario (nacional, extranjero o público), iv) sector económico (real, financiero, servicios públicos), y v) clase de título emitido. Desafortunadamente, tal como fue estructurada la encuesta, no es posible mostrar la información referente a aspectos como transparencia, independencia, rendición de cuentas y otros elementos de las buenas prácticas corporativas que comúnmente se evalúan en las encuestas. Un reprocesamiento de la información identificando las preguntas relacionadas con esos elementos permitiría la evaluación correspondiente.

a) Resultados de la encuesta Código País

Los resultados globales, de acuerdo con nuestra metodología, dicen que el índice promedio de GC del Código País, IGCP, ascendió a 0,61, lo que muestra avances relativos en la implementación de buenas prácticas corporativas. Cuando consideramos el índice sin la pregunta 34 –¿La mayoría de los miembros de la Junta Directiva u órgano que haga sus veces son independientes?– el puntaje no se modifica. La respuesta promedio a la pregunta 34 alcanzó 0,47, lo cual puede interpretarse como que *menos* del 50% de las empresas emisoras cuentan con una junta directiva u órgano de decisión que sea independiente. El puntaje puede estar sobredimensionado dada la ambigüedad en el instructivo sobre la pregunta, que dice: *Se recomienda no designar como miembros principales o suplentes de la Junta Directiva u órgano que haga sus veces, un número de personas vinculadas laboralmente al emisor que, reunidas en sesión y en ejercicio de sus facultades como miembros de tales órganos, puedan conformar, entre ellas, mayorías decisorias, generales o especiales, de acuerdo con la ley y los estatutos del emisor.* Algunos emisores contestaron textualmente que cumplían con lo señalado en el instructivo y algunos señalaron tácitamente que su junta era ciento por ciento independiente puesto que ninguno de sus miembros estaba *laboralmente* vinculado a la empresa. Es claro que la vinculación laboral con el emisor es un elemento importante para descalificar como independiente a cualquier miembro, pero también es evidente que no es necesario tener una vinculación laboral con el emisor para no ser independiente. De hecho, dada la alta concentración accionaria analizada en la primera sección, son los representantes de los bloques de propietarios mayoritarios quienes han integrado tradicionalmente las juntas directivas de las empresas emisoras de valores en Colombia.²⁴

²⁴ Similar comentario fue señalado por David Global Advisors en la presentación de los resultados de su encuesta de 2000. El lector debe tener en cuenta que los valores que se mencionen respecto a la independencia de los miembros de las juntas directivas pueden estar sobredimensionados.

La Resolución 275 de 2001, analizada en la sección 1 de este documento, fue la primera norma que explícitamente encaró los aspectos de GC en Colombia. En el año 2001 comenzó el proceso de expedición y adopción voluntaria de códigos de buena GC en el país. El gráfico 10 tiene por objeto ver si las empresas que adoptaron más tempranamente sus respectivos códigos mostraban en el año 2007 mejores prácticas corporativas que los que las adoptaron tardíamente. Con ese propósito, el gráfico VII.10 presenta tres barras. La última, a la derecha, representa año a año el porcentaje de emisores que entre el 2001 y el 2008 han emitido sus respectivos códigos. Como se aprecia, a octubre de 2008 *no todos* los emisores han emitido sus respectivos códigos de buenas prácticas. En las barras, se presentan los resultados del índice Código País 2007 y su respectivo índice de independencia. Destacan dos elementos: primero, pareciera que las empresas que emitieron más pronto sus códigos de GC han adoptado mejores prácticas corporativas que las empresas que los emitieron más tarde o que aún no lo han hecho. Segundo, las empresas que emitieron más tardíamente sus códigos (o aún no lo han hecho) parecen tener juntas directivas más independientes, según lo observado en 2007.

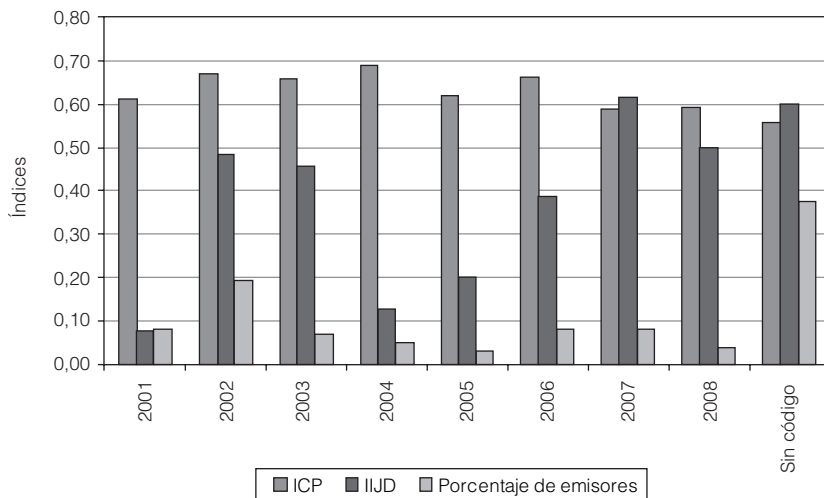
El cuadro VII.11 analiza los resultados más importantes de la encuesta Código País, que se presentan según cuatro categorías y en cuatro criterios de preguntas: revelación de información, juntas directivas, asamblea de accionistas y resolución de conflictos. Respecto a la primera categoría, emisores según tipo de título, treinta empresas que emitieron ambos tipos de títulos de valores presentaron mejores prácticas corporativas que las que emitieron sólo acciones o sólo bonos. La percepción del resultado podría ser que, al estar sujetas a mayor fiscalización por parte del público inversionista, sus incentivos han sido mejorar sus prácticas corporativas. Sin embargo, estos mismos emisores presentan bajos niveles de independencia de los miembros de sus juntas directivas.

Un segundo criterio fue el sector económico, diferenciado en emisores del sector real, del sector financiero y de servicios públicos. Sorprende que sean estos últimos (22 de ellos) quienes hayan implantado mejores prácticas de GC. Eso puede responder al hecho de que varios de ellos son empresas de capital mixto (privado y extranjero). El grado de independencia de las juntas de estos emisores también resultó mayor, lo que puede responder al hecho de que algunos miembros de estas juntas son directivas del ente político de control –por ejemplo un alcalde, un ministro, o sus respectivos delegados– que cumplen con lo señalado en el instructivo de no laborar en la empresa pero no significa que necesariamente sean más independientes. Tampoco sorprende la menor independencia de las juntas de las entidades financieras, donde el control accionario es alto y por tanto los representantes de los bloques mayoritarios son elevados.

Un tercer criterio de clasificación fue el origen mayoritario del capital accionario: nacional, extranjero o estatal. Enfatizamos el término mayoritario por cuanto en las empresas del sector de servicios públicos (agua, energía, gas, telecomunicaciones incluida la móvil) existe participación estatal de diferente nivel. Definimos como extranjero a un emisor de valores si el capital accionista extranjero es superior al 50%. La mayoría de las empresas emisoras de valores son de capital nacional y la participación extranjera es un 20%. Aunque las diferencias son mínimas, nuevamente, sorprende que sean las empresas estatales las que hayan desarrollado mejores prácticas de GC.

Por último, resta el criterio de afiliación del emisor a un grupo económico o financiero. En este punto, el criterio fue encontrar accionistas o bloques de accionistas *similares* en

Gráfico VII.10
ÍNDICES CÓDIGO PAÍS POR FECHA DE EMISIÓN DE CÓDIGOS
DE BUENAS PRÁCTICAS



Fuente: cálculos propios basados en la Encuesta Código País 2007 – Superintendencia Financiera.

los emisores con un relativo poder accionario al año 2007. La afiliación no necesariamente significa un *control* accionario, ni tampoco indica que el número de emisores sea el número total de empresas que en realidad están vinculadas a algún grupo. Para estimar los promedios a nivel de grupo, se tomaron en cuenta las respuestas al cuestionario de cada empresa del grupo. En primer lugar, se destaca que casi la mitad de los emisores de valores está o estaba afiliado a algún grupo económico en el año 2007 y que, en promedio, las empresas afiliadas presentan mejor puntaje en la encuesta Código País. En segundo lugar, los grupos Empresarial Antioqueño, GEA y Acciones y Valores (AVAL), u Organización Sarmiento Angulo, tenían en el 2007 un total de 33 emisores, lo que es un poco menos del cuarto del total de emisores en la BVC. En tercer lugar, se aprecian importantes diferencias a nivel de grupo, con la advertencia de que algunos de éstos tienen sólo dos emisores y por ello la media es más sensible. Los grupos Quantum e ISA alcanzaron índices por encima del 0,83, lo que manifiesta su compromiso en adoptar buenas medidas de GC. Los grupos Productos Familia y el Grupo Carvajal, por el contrario, no avanzaron mucho en sus políticas internas de GC. Sus índices fueron de 0,46 y 0,43, respectivamente. Respecto al nivel de independencia de la junta directiva, varios son los aspectos que vale la pena resaltar. En primer lugar, en cinco grupos (Carvajal, Colombina, Sanford, Bolívar y Coomeva) las juntas directivas de las empresas son consideradas (internamente) como independientes; y dos de ellos (Olímpica y Gas Natural) explícitamente señalan que no lo son. Por último, para la organización Ardila-Lulle y el grupo empresarial Santo Domingo, el nivel de independencia es relativamente bajo.

Podemos concluir esta sección señalando que, desde el año 2000 cuando se realizó la primera encuesta de GC a una pequeña muestra de empresas, no ha habido un avance significativo en establecer buenas prácticas corporativas, medidas éstas por las diferentes encuestas de los emisores de valores en la BVC. Esta percepción puede verse reforzada por el hecho de que la encuesta Código País es respondida por los *mismos* emisores y algún grado de subjetividad hacia arriba puede estar afectando los puntajes. Un segundo elemento son los bajos niveles de independencia de las juntas directivas. En la medida en que los códigos de GC buscan aliviar los conflictos de interés entre los accionistas mayoritarios y los minoritarios, la poca independencia de las juntas (en la mayoría de los emisores) junto con los lentos avances en las prácticas corporativas indica que no se ha avanzado mucho en la reducción de esos conflictos. Aunque no es posible cuantificar los efectos que el nivel de prácticas corporativas tiene sobre el tamaño del mercado de capitales colombiano, considerado pequeño, es posible aventurar la hipótesis de que éste no ha crecido en la demanda debido a la percepción que puedan tener los inversionistas nacionales y extranjeros sobre el verdadero nivel de GC de las empresas registradas en la BVC. De igual manera, no es aventurado señalar que si las empresas listadas en la BVC al año 2007 presentan rezagos en la implantación de buenas prácticas corporativas, el resto de empresas no listadas debe haber avanzado aún menos, lo cual explica que muchas de éstas no quieran inscribirse y hacerse públicas en la BVC. Pese a los aparentemente escasos avances en la puesta en marcha de buenas prácticas corporativas –medidos por los resultados de las encuestas– se debe resaltar el ambiente diferente que existe respecto al tema.

El tema ha creado mecanismos de cooperación y trabajo entre el sector gubernamental –con la Superintendencia Financiera–, el sector privado –con Confecámaras y la BVC– y entidades internacionales –como CAF, IFC y CIPE, entre otros– para estudiar y debatir el estado del arte y proponer medidas y reformas que apunten a fortalecer las prácticas corporativas y a posibilitar la presencia de nuevas empresas en el mercado de valores.

E. IMPLICACIONES DE POLÍTICA FINANCIERA Y COMENTARIOS FINALES

El desarrollo e implementación de códigos de buenas prácticas que generen un mejor estado de GC por parte de las empresas es parte fundamental de cualquier política financiera que busque una profundización de los mercados de capitales. La experiencia de Colombia en el diseño, implementación y resultados de los nuevos marcos regulatorios de GC no ha sido muy diferente a la experimentada por otros países en la región y mercados emergentes. En este sentido, las reformas financieras y las normas que regulan a los emisores de valores han seguido referentes como el reporte *Cadbury*, la ley SOX, las reformas regulatorias de Corea del Sur y las experiencias de reformas financieras en América Latina. En particular, Colombia siguió de cerca la experiencia chilena del sistema de pensiones por capitalización. Brasil es, sin duda, quien más ha innovado en el diseño de una política de incentivos para la adopción de mayores estándares de GC con la incorporación del *Novo Mercado* en el año 2000. Los resultados de esta experiencia han sido positivos en términos de incrementar el número de emisiones primarias y secundarias de acciones comunes, el flujo de inversión extranjera directa, la valoración corporativa de las firmas cotizantes en este mercado segmentado, y la protección al pequeño inversionista al limitar las emisiones de acciones preferenciales que

Cuadro VII.19
ÍNDICE CÓDIGO PAÍS SEGÚN CATEGORÍAS

Categoría	Número de emisores	ICP	IRI	IJD	IAGA	IRC	IIJD	
		Media						
Tipo de título emitido	Acciones bonos	60	0,61	0,53	0,71	0,59	0,48	0,62
	Acciones, bonos o papeles	70	0,57	0,51	0,65	0,51	0,47	0,40
	Real	30	0,71	0,65	0,74	0,71	0,60	0,33
Sector económico	Financiero	67	0,60	0,52	0,70	0,56	0,49	0,49
	Servicios públicos	71	0,60	0,56	0,65	0,57	0,47	0,42
	Estatad	22	0,68	0,59	0,78	0,62	0,59	0,55
Origen del capital	Nacional	22	0,62	0,53	0,71	0,58	0,52	0,77
	Extranjero	100	0,61	0,55	0,70	0,57	0,50	0,48
	Sin grupo	38	0,60	0,54	0,66	0,59	0,49	0,26
Pertenenencia a un grupo económico	Ardilla	82	0,59	0,51	0,67	0,58	0,46	0,46
	Carvajal	4	0,57	0,49	0,65	0,56	0,34	0,25
	Colombina	2	0,43	0,33	0,60	0,39	0,17	1,00
	Corona	4	0,65	0,48	0,82	0,53	0,92	1,00
	GEA	5	0,69	0,58	0,87	0,44	1,00	0,00
	Mayagüez	21	0,70	0,72	0,74	0,64	0,48	0,48
	Sanford	3	0,38	0,23	0,62	0,30	0,33	0,67
	Santo Domingo	2	0,44	0,46	0,50	0,22	0,34	1,00
	Quantum	4	0,58	0,52	0,65	0,61	0,67	0,25
	Olimpica	4	0,84	0,75	0,97	0,81	0,75	0,75
	2	0,61	0,54	0,70	0,50	0,50	0,00	

(Continúa en la página siguiente)

(Continuación cuadro VII.11)

Categoría	Número de emisores	ICP	IRI	IJD	IAGA	IRC	IJD
		Media					
Bolívar	2	0.72	0.68	0.73	0.67	1.00	1.00
Cooameva	2	0.70	0.60	0.83	0.56	0.50	1.00
AVAL	11	0.56	0.52	0.54	0.55	0.45	0.18
EPM	4	0.64	0.55	0.80	0.53	0.42	0.75
Colpatria	2	0.53	0.46	0.60	0.67	0.17	0.50
Gas Natural	2	0.80	0.66	0.87	0.78	0.67	0.00
ISA	2	0.83	0.76	0.90	0.78	0.84	0.50
Familia	2	0.46	0.35	0.57	0.45	0.17	0.50

Fuente: Encuestas Código País y cálculos de los autores.

Notas: ICP: Índice Código País; IRI: Índice Revelación de Información; IJD: Índice Junta Directiva; IAGA: Índice Asamblea de Accionista; IRC: Índice Resolución de Conflictos; IJD: Índice Independencia Junta Directiva; ISA= Interconexión Eléctrica; EPM = Empresas Públicas de Medellín; AVAL = Acciones y Valores.

no generan voto y duales que generan distorsiones y mayor separación entre la propiedad y el control (Santana *et al.*, 2008).²⁵

Colombia, después de 15 años de la reforma financiera de 1993 y seis años de la expedición de la Resolución 275 de 2001 que buscó la adopción y difusión voluntaria de esquemas de GC en las principales corporaciones públicas por acciones, muestra resultados mixtos. Por un lado, entre los factores positivos para la profundización bursátil está la entrada de empresas privatizadas del sector energético y de servicios públicos domiciliarios que está cambiando la estructura del tipo de empresas que cotizan en bolsa. Los IPO más importantes en las últimas cuatro décadas las han realizado Interconexión Eléctrica S.A y Ecopetrol, en las que el Gobierno Nacional tiene el control con participaciones mayores al 51% del patrimonio. La reforma financiera de 1993 transformó los conglomerados financieros donde varios de ellos forman parte de grupos económicos con empresas en el sector real de la economía. Este es el caso del Grupo Empresarial Antioqueño (GEA) quien es el accionista controlante de Bancolombia, el banco comercial privado más grande en el país, y del grupo Suramericana de Inversiones, el mayor operador de la industria de seguros en el país, y tienen participaciones entrecruzadas con los negocios cementeros y de alimentos del grupo. Los siguientes conglomerados más grandes están más especializados como grupos financieros. Este es el caso de los grupos AVAL y Bolívar, ambos con inversiones y empresas en el sector de la construcción.

Hoy los bancos comerciales son la mitad en número y con una muy alta concentración del patrimonio en manos del primer accionista (65%), pero son a su vez más diversificados en términos de su portafolio de servicios y más grandes en términos operacionales. Este efecto de escala, junto con menores tasas estructurales de inflación, ha reducido los márgenes de intermediación que a su vez han tenido un efecto positivo en una mejoría generalizada en los indicadores de solvencia, de calidad de la cartera y recomposición de activos. Los bancos tienen más activos en inversiones de deuda pública lo cual los expone más a los desequilibrios macroeconómicos pero, que a su vez, se vuelven un elemento dinamizador del mercado de renta fija, con su papel dual de colocador (oferente) o tenedor (demandante). El crecimiento de las administradoras de fondos de pensiones es, sin duda, la figura más importante que ha surgido en los últimos 15 años en el mercado de valores en Colombia. Las AFP son la fuente de ahorro que está en capacidad de financiar proyectos de inversión de largo plazo y absorber grandes colocaciones de acciones o bonos en el mercado local. El desarrollo de un esquema de pensiones de capitalización es una condición necesaria para profundizar los mercados de capitales, pero a su vez su crecimiento necesita de mercados más profundos y especializados.

Por otro lado, son varios los factores que representan una restricción a la profundización bursátil en el país. En primer lugar está la cancelación de registros de empresas tradicionales en bolsa, afiliadas muchas de ellas a conglomerados locales, explicada por procesos de fusiones y la toma de control por parte de inversionistas extranjeros que delistan las empresas y migran hacia mercados internacionales. En segundo lugar, la política financiera necesita

²⁵ Contra todos los pronósticos, el *Novo Mercado* se ha constituido en el motor del mercado accionario en Brasil. Para junio de 2008, el *Novo Mercado* alcanzó el hito de 100 y el número total de empresas con los Niveles 1 y 2 de GC alcanzó un total de 163, las cuales pueden representar alrededor del 37% del total de las empresas listadas y el 58% de la capitalización total del mercado brasileño de compañías listadas.

incentivar la entrada a la bolsa de empresas privadas de sectores tradicionales de la economía, donde hay un gran potencial de crecimiento de emisores de títulos de valores. En esta dirección el programa Colombia Capital busca desarrollar mecanismos de financiación alternativos e inversiones de largo plazo para empresas e inversionistas. Este programa se inició en noviembre de 2005 y se trata de una iniciativa conjunta entre la BVC y el Banco Interamericano de Desarrollo. El programa ofrece apoyo a firmas que quieran ingresar a la BVC por primera vez por medio de emisiones de capital o deuda, y a fondos de capital privado. Cuenta con un presupuesto de US\$1.375 millones, de los cuales el 60% de los recursos son aportados por el BID. Los resultados a junio de 2008 muestran que el programa ha hecho capacitaciones y asesorías directas en 34 grandes firmas del sector real. Dos de ellas han emitido deuda y el programa hizo un acompañamiento permanente al IPO de Ecopetrol.²⁶

La BVC sigue siendo un mercado pequeño en términos de empresas listadas. Más aún, la BVC sólo cuenta con 22 acciones de alta bursatilidad, donde la acción de Ecopetrol tiene hoy una participación mayor al 50% en el IGBC. El bajo dinamismo en la entrada de nuevos emisores, principalmente de acciones, es un reto para la política financiera. Replicar un experimento exitoso como el del *Novo Mercado* no es factible debido a que el principal problema que llevó a su creación fue la existencia predominante de acciones con múltiples derechos de votos, con los consecuentes efectos perversos para los accionistas minoritarios, y eso está legalmente prohibido en el país. Sin embargo, los siguientes elementos pueden contribuir a un cambio en la estructura de capital de las firmas, que incentive mayores niveles y frecuencia de ofertas públicas primarias y no primarias de títulos de valores en el mercado local:

1. *Simplificación del régimen tributario.* El estatuto tributario en Colombia es muy complejo, poco transparente y lleno de excepciones. Es imperativo retomar la *propuesta de reforma tributaria estructural* de 2004 para eliminar las excepciones, ampliar la canasta de bienes y servicios sujeta al impuesto a las ventas, y reducir las tarifas de impuestos a un sólo nivel en el IVA y en los impuestos corporativos a las utilidades.
2. *Homologación de los impuestos sobre pago de dividendos y sobre ganancias ocasionales.* En la actualidad, los dividendos recibidos están exentos pero los de ganancia ocasional o ganancias de capital están sujetos a una tasa del 33%. La eliminación de los impuestos a la ganancia ocasional por compra y venta de acciones comunes ordinarias, preferenciales y bonos convertibles en acciones, promueve que las firmas implementen políticas de reparto por medio de recompra de acciones –lo cual es una práctica común en los Estados Unidos y otros mercados maduros. Esta medida incrementa el costo relativo de la deuda sobre el *equity*, lo que incentivaría el financiamiento a través de emisión de acciones.
3. *Cambio en la regulación sobre los portafolios de los fondos de pensiones.* Los portafolios de las AFP actualmente están sobreexpuestos a los títulos de deuda pública y otros de renta fija bancarios en más de un 50%. Parte de este resultado es consecuencia de la actual regulación que impone posiciones máximas por activos y rentabilida-

²⁶ Los emisores de bonos fueron Alquería S.A, Alpina S.A. y Colombina S.A. Las primeras dos firmas son la segunda y tercera compañía productoras de lácteos en el país, mientras que la última es la líder en el mercado local de fabricación de productos derivados del azúcar.

des mínimas superiores al IPC. Los fondos de pensiones están muy restringidos en sus estrategias de diversificación y necesitan alternativas de inversión, bien sea en proyectos de infraestructura de largo plazo o en estructuraciones accionarias en empresas de sociedad mixta, de servicios públicos y del sector real en general.

4. *Estructuración de proyectos de inversión que involucren fondos de capital privado y financiación por medio del mercado primario con deuda o patrimonio.* El país está empezando una fase de expansión de largo plazo de su infraestructura energética y de transporte. Los fondos de capital privado junto con inversionistas institucionales como las AFP pueden apalancar la financiación de largo plazo de los proyectos de infraestructura en general y los concesionados en particular. En síntesis, el gran potencial de crecimiento de nuevos emisores de valores está localizado en las empresas tradicionales afiliadas a los principales grupos empresariales del país, en las empresas grandes y medianas no afiliadas y en los proyectos de infraestructura.

Referencias

- Aguilar, C., M. Cárdenas, M. Meléndez y N. Salazar (2008), "The Development of Colombian Bond Market", en *Bond Markets in Latin America, On the Verge of a Big Bang?*, ed. E. Borensztein, K. Cowan, B. Eichengreen y U. Panizza. MIT Press, Boston.
- Arango M. (2006), "Evolución y crisis del sistema financiero colombiano", CEPAL, Serie Estudios y Perspectivas 11, Bogotá.
- Arbeláez, M.A., Zuluaga, S. y Guerra, M. (2002), *El mercado de capitales colombiano en los noventa y las firmas comisionistas de bolsa.* Bogotá: Fedesarrollo y Alfaomega.
- Cadbury Report* (1992), "The Financial Aspects of Corporate Governance". "Report of the committee on the Financial Aspects of Corporate Governance and Gee and Co, LTD", Burgess Science Press, London December 1992.
- Carrizosa, M. (1986), *Hacia la recuperación del mercado de capitales en Colombia.* Editorial Presencia, Bogotá.
- Clavijo, S. (2000), "Hacia la multibanca en Colombia: retos y retazos financieros", Mimeo, ANIF.
- Clavijo, S., C. Rojas, C. Salamanca, G. Montoya y C. Rizo (2006), "Mergers and Acquisitions in the Colombian Financial Sector: Impact on Efficiency (1990-2005)", Mimeo. Banco de la República.
- Clavijo, S. y A. Vera (2007), "El desarrollo del mercado de capitales en Colombia", *Carta Financiera* ANIF, 136: 7-13.
- Chong, A. y F. López-de-Silanes (2007), "Corporate Governance in Latin America", en *Investor Protection and Corporate Governance*, Eds. Alberto Chong y Florencio López-de-Silanes, IADB y Stanford University Press, Nueva York.
- Confecámaras, CIPE y Davis Global Advisors (2001), *Leading Corporate Indicators 2001: Colombia Survey, Report.*
- Confecámaras, DNP, McKinsey & Co, y Ministerio de Comercio Exterior (2002), *Prácticas de gobierno corporativo en las sociedades colombianas. Informe de encuesta.*
- Credit Lyonnais Securities Asia (2001), *Saints and Sinners: Who's got religion. DATOS??*

- Djankov S., R. La Porta, F. López-de-Silanes y A. Shleifer (2006), "The Law and the Economics of Self-dealing", *Working paper*, Banco Mundial.
- Del Valle, C. y M. Casas (2008), "Mercado de bonos corporativos: mitos y perspectivas", *Actualidad: discusiones y propuestas*. Facultad de Administración, Universidad de los Andes, Bogotá.
- Echeverry, J, V. Navas y M. Gómez (2008), "Promoviendo el desarrollo del mercado de capitales en Colombia; Hoja de ruta", Documento elaborado para *BRC Investor Services*.
- Gutiérrez, L.H. y C. Pombo (2009), "Corporate Ownership and Control Contestability in Emerging Markets: The case of Colombia", *Journal of Economics and Business*, 61: 112-139.
- Gutiérrez, L. H., C. Pombo y R. Taborda (2008), "Ownership and Control in Colombian Corporations", *The Quarterly Review of Economics and Finance*, 48: 22-47.
- Gutiérrez, L.H., y C. Pombo (2007), "Corporate Governance and Firm Valuation in Colombia", en *Investor Protection and Corporate Governance*, Eds. Alberto Chong y Florencio López-de-Silanes, BID y Stanford University Press, Nueva York.
- Gutiérrez, L.H. y C. Pombo (2005), "Corporate Valuation and Governance: Evidence from Colombia", *IDB Research Network Working Paper #R-518*, noviembre, Washington D.C.
- Holderness, C.G (2009), The Myth of Diffuse Ownership in the United States, *Review of Financial Studies*, 22: 1377-1408.
- La Porta, R., F. López-de-Silanes y A. Shleifer (2006), "What Works in Securities Laws?" *Journal of Finance*, 61:1-32.
- Miller, D., (1999), The market Reaction to International Cross-listings: Evidence from Depositary Receipts, *Journal of Financial Economics*, 51: 103-123.
- McKinsey & Company (2000), *Investor Opinion Survey*. Informe junio.
- Ministerio de Hacienda, Banco Mundial y Fedesarrollo (1996), *Misión de estudios del mercado de capitales*, Bogotá.
- Pombo, C., Gutiérrez, L.H. y Fortich, R. (2008), Cross-shares, Board Structure and Firm Performance in Emerging Markets, Mimeo (*submitted-manuscript*), School of Management, Universidad de los Andes.
- Pombo, C. y M. Ramírez (2005), "Privatization in Colombia: A Plant Performance Analysis", en López-de-Silanes, F. y A. Chong (Eds.), *Privatization in Latin America: Myth and Reality*, Banco Mundial, Stanford University Press, BID.
- Pombo, C. (2002), "Industrialization and Industrial Policy in Colombia: A Tale of Economic Development, *Borradores de Investigación* No. 31, Facultad de Economía, Universidad del Rosario.
- Santana, María H., M. Ararat, P. Alexandru y B. Yurtoglu (2008), Novo Mercado and its Followers: Case Studies in Corporate Governance Reform, *Global Corporate Governance Forum*, Focus 5.
- Villar, L., D. Salamanca y A. Murcia (2005), Crédito, represión financiera y flujos de capitales en Colombia: 1974-2003, Mimeo, Banco de la República.
- Villar, L. (2006), ¿Reforma financiera estructural o ajustes regulatorios y reforma judicial? Presentación realizada en *Debates de Coyuntura Económica*, ¿Cuál es la reforma financiera que necesita Colombia? Fedesarrollo, Fundación Konrad Adenauer, Bogotá, octubre 4.

Villar, L. (2008), “¿Qué se necesita para desarrollar el mercado de capitales en Colombia?”, *Simposio del Mercado de Capitales*, Medellín, mayo 30.

Zea, C. (2007), “El nuevo supervisor integrado del sistema financiero colombiano”, *Carta Financiera ANIF*, 136: 22- 30.

Apéndice VII.1

ÍNDICES DE TRANSPARENCIA DE LA ENCUESTA DE PRÁCTICAS DE BUEN GOBIERNO CORPORATIVO DE LOS EMISORES DE VALORES DEL SECTOR REAL, 2004

Variable	Resumen de la variable	Sí	No	Res- puestas	Nº de respuestas “Sí”	Media
E.1	Si un gerente o un director tiene un conflicto de intereses en una transacción (por ejemplo, posee, es director o trabaja en una empresa con la cual la compañía está planeando hacer la transacción), ¿debe divulgar esa persona dicho conflicto? Pregunta de encuesta 23	0	-1	43	33	0,77
E.2	¿Es necesario que él salga de la sala para las deliberaciones sobre la transacción que se va a realizar? Pregunta de encuesta 23.1.	0	-1	43	18	0,42
E.3	¿Divulga la compañía beneficios y compensación a nivel ejecutivo? Pregunta de encuesta 24	1	0	43	25	0,58
E.4	¿Divulga la compañía los beneficios y la compensación de la junta directiva? Pregunta de encuesta 25	1	0	43	36	0,84
E.5	¿Publica la compañía su informe anual dentro de los cuatro meses siguientes a la terminación del año fiscal? Pregunta encuesta 56	1	0	43	38	0,88
E.6	57. ¿Publica/ anuncia la compañía informes semestrales dentro de los dos meses siguientes a la terminación del semestre? Pregunta de encuesta 57	1	0	43	29	0,67
E.7	¿Publica/anuncia la compañía informes trimestrales dentro de los dos meses siguientes a la terminación del trimestre? Pregunta de encuesta 58	1	0	43	38	0,88
E.8	¿No se ha demorado más de dos días hábiles el anuncio público de los resultados de la reunión de la junta directiva? Pregunta de encuesta 59	1	0	43	15	0,35

(Continúa en la página siguiente)

(Continuación apéndice VII.1)

Variable	Resumen de la variable	Sí	No	Res- puestas	Nº de respuestas "Sí"	Media
E.9	¿Ha divulgado la gerencia los objetivos de desempeño a tres años? Pregunta de encuesta 60	1	0	43	14	0,33
E.10	¿Ha contratado la compañía sus auditores externos para efectos de consultoría en los últimos tres años? Pregunta de encuesta 62	-1	0	43	25	0,58
E.11	¿Tiene la compañía un sitio web donde los resultados y otros anuncios se actualizan prontamente (no más tarde de un día hábil)? Pregunta de encuesta 63	1	0	43	20	0,47
E.12	¿Divulga la compañía información propia? Pregunta de encuesta 64	1	0	43	30	0,70
E.13	¿Divulga la compañía transacciones relacionadas con terceros y/o conflictos de intereses de los gerentes y directores en la junta? Pregunta encuesta 67	1	0	43	24	0,56

Fuente: Gutiérrez y Pombo (2005).

COMENTARIO DE ANDRÉS BERNAL²⁷ AL ESTUDIO DE CASO DE COLOMBIA DE POMBO Y GUTIÉRREZ

INTRODUCCIÓN

En los últimos años se ha promovido la gobernanza corporativa (GC) como una herramienta clave para agregar valor a la empresa, mejorar su desempeño y como medio para la profundización de los mercados de valores. Bajo esta hipótesis, tanto empresas como países han reforzado sus esfuerzos por adoptar mejores prácticas de GC y marcos regulatorios más eficientes.

Desde comienzos de 2000, Colombia ha participado del proceso global de implementación de prácticas de buena GC. Las reformas en la regulación, la promoción institucional y la participación internacional han sido los principales motores del cambio en la cultura empresarial y han hecho del país un ejemplo claro para sus vecinos.

Este comentario al trabajo de Pombo y Gutiérrez, “Mercados de capitales y gobernabilidad corporativa en Colombia” (2009), sobre el panorama colombiano en materia de GC pretende demostrar que, a diferencia de los hallazgos de los autores, los esfuerzos institucionales por llegar a mejores prácticas de GC han sido significativos y su implementación en el país lleva a un balance positivo.

El documento intenta abrir el debate sobre la relación entre el desarrollo de GC y el desarrollo de los mercados de capitales. Siendo esta una hipótesis preliminar y basada en la experiencia del autor, se muestra que el gran problema de desarrollo de los mercados de capitales está relacionado con deficiencias estructurales y no exclusivamente con la adopción y regulación de GC.

Este documento analiza, en primer lugar, los avances más importantes en Colombia en GC. Luego expone desafíos recientes en materia de GC, haciendo referencia al caso particular de la fusión SabMiller-Bavaria. Finalmente presenta tres casos de empresas estatales colombianas con el fin de argumentar por qué la GC y el mercado de capitales no tienen una relación de causalidad directa en la situación actual del país.

A. GOBERNANZA CORPORATIVA (GC) EN COLOMBIA

El proceso de implementación de GC en Colombia ha logrado un reconocimiento internacional positivo. Contrario a la aseveración de Pombo y Gutiérrez, quienes encuentran un proceso de adopción pobre en el país y empresas listadas con malas prácticas de GC, estudios locales²⁸ e internacionales han encontrado en Colombia uno de los principales abanderados en el desarrollo de la GC en Latinoamérica.

27 Socio de Governance Consultants. Este documento contó con la colaboración de Sandra Zamora y David López, asesores de Governance Consultants.

28 Entre los estudios locales se encuentra el de Langebaek y Ortiz (2007), “*Q de Tobin y gobierno corporativo de las empresas listadas en bolsa*”, según el cual si bien no existe una relación entre la calidad del gobierno

El marco regulatorio actual refleja un panorama positivo para la inversión, tal como lo reconoce el informe de “Protecting Investors 2009”.²⁹ El escalafón *ranking* muestra que el país tiene una alta calificación en temas de revelación de información, efectividad de demandas de los accionistas y en la protección de inversionistas. Colombia se encuentra en el puesto 24, siendo el segundo país mejor calificado de Suramérica luego de Perú. La gran debilidad del sistema legal nacional es la efectividad en las demandas a los administradores, índice en el cual Colombia se ubica por debajo de otros países andinos.

De forma similar, el *Informe de Competitividad Global 2008-2009*,³⁰ publicado por el World Economic Forum, califica a 134 países en aspectos de GC como: protección a los derechos de propiedad, comportamiento ético de las firmas, fortaleza de los estándares de auditoría y contabilidad, eficiencia del directorio y protección a los accionistas minoritarios. En estas prácticas Colombia se ubica en una posición favorable respecto a otras economías emergentes y es líder entre de los países andinos. La calificación de Colombia en este tipo de escalafón lleva a una conclusión interesante: el país frecuentemente está por encima o muy cerca de economías más fuertes y con mercados de valores más grandes como México y Brasil. Este resultado refuerza la tesis de la inexistencia de una causalidad directa entre la GC y el desarrollo del mercado de capitales en economías emergentes.

El proceso de implementación de prácticas de GC en el país tuvo un inicio formal a partir de la Resolución 275 de 2001 de la Superintendencia de Valores Colombia, regulación que tenía una debilidad: no permitía validar ni unificar la información para valorar el comportamiento de las empresas por parte de los inversionistas. En marzo de 2007, con la publicación del Código País, se llegó a un modelo más flexible y por tanto más eficiente. El modelo “cumpla o explique” no exige la implementación de todas las prácticas recomendadas, pero sí la revelación anual de las prácticas adoptadas por cada emisor. El Código País es producto de un esfuerzo importante de la Superintendencia Financiera, la BVC y varios de los gremios que representan tanto a inversionistas como al sistema empresarial colombiano.

Este proceso de construcción del Código País reconoce un postulado fundamental de la GC moderna, donde Colombia ha podido avanzar significativamente. No hay soluciones exactas en materia de GC. Por el contrario, cuando se trata de diseñar el mejor modelo posible no hay consenso ni entre los expertos. La GC no es un conjunto de medidas ordenadas que debe adoptar cada empresa. Cada compañía plantea características de propiedad, estructura de financiación y actividad económica, a las cuales se les debe diseñar un modelo de GC propio. Por tanto, es preciso reconocer, entender y respetar la voluntad del sistema empresarial en organizar sus modelos de GC en la forma en que ellos consideren óptima para su organización.

Se puede decir que las prácticas de GC en Colombia tienen un balance positivo. Esto reconociendo que es un tema relativamente reciente y que todavía falta mucho por recorrer en

corporativo y la disposición a pagar por parte de los inversionistas, no se puede argumentar que las empresas listadas en bolsa tengan un mal gobierno corporativo.

²⁹ Doing Business. Consultado el 6 de abril de 2009. Disponible en: <http://www.doingbusiness.org/ExploreTopics/ProtectingInvestors/?direction=Asc&sort=2>

³⁰ World Economic Forum. Consultado el 6 de abril de 2009. Disponible en: <http://www.weforum.org/documents/GCR0809/index.html>

materia de promoción e implementación. Tal vez el logro más grande de la GC en el país se deriva de su aporte al diálogo con el sistema empresarial para hacerlo más formal, para demostrar la necesidad de optimizar sus estructuras de financiación y construir competitividad empresarial.

Los esfuerzos de instituciones multilaterales por mejorar las prácticas de GC en Colombia han sido determinantes en este proceso. Actualmente, la CAF lidera este proceso en Colombia pero otros organismos como IFC, CIPE y BID han contribuido de manera significativa. El esfuerzo de la academia y de diversas instituciones locales ha resultado determinante.

1. Desafío reciente. Protección de minoritarios

El principal desafío (público) reciente en materia de GC que ha enfrentado el país se dio con la fusión de SabMiller y Bavaria, anunciada en julio de 2005. La fusión se perfeccionó el 18 de julio de 2005 y SABMiller obtuvo el 71,8% de la participación de Bavaria. Tal operación implicaba grandes retos de GC en materia de protección de accionistas minoritarios. En este caso, las instituciones de GC en Colombia operaron. Se activaron tres OPA³¹: una voluntaria operada por SABMiller, una segunda OPA obligatoria con valoración obligatoria por parte del supervisor colombiano y una tercera de deslistamiento. Estos tres mecanismos garantizaron que tanto los valores pagados a los accionistas mayoritarios como a los accionistas minoritarios eran justos y relativamente en los mismos términos. Siendo este el único desafío público, reciente y a nivel de mercado de valores de GC, es indicativo de que efectivamente Colombia ha hecho avances importantes en este tema y que son más sus fortalezas que sus debilidades en materia de GC.

Ante este panorama, la única debilidad clara del país es que no hay reclamos de expropiaciones a accionistas minoritarios, ni tampoco hay reclamos en contra de los administradores. No hay acciones de responsabilidad ni en la Superintendencia de Sociedades, que supervisa empresas no listadas, ni en la Superintendencia Financiera, que supervisa a las empresas listadas. ¿Por qué se presenta esta situación? Una posible explicación radica en que el régimen legal está mal estructurado. Lo que el régimen actual busca es mitigar un problema de agencia, de accionistas vs. administradores, cuando en realidad el problema de agencia que se debe resolver en Latinoamérica es un problema de accionistas minoritarios vs. mayoritarios.

B. EMPRESAS ESTATALES Y MERCADO DE CAPITALES

A continuación, los casos de tres importantes compañías estatales que ayudan a resolver las siguientes preguntas:

- *¿Qué se encuentra y qué no se encuentra en el mercado de capitales de Colombia? (para rebatir la tesis de que el desarrollo de la GC es el único elemento determinante para desarrollar un mercado).*
- *¿Cómo se relaciona esto con la GC?*

³¹ Ofertas Públicas de Adquisición, en adelante OPA.

El primer caso es el de Ecopetrol, que actualmente abarca cerca del 50% del índice general de la BVC y representa un gran hito de democratización y desarrollo del mercado de capitales. El segundo es el de TGI (Transportadora de Gas del Interior), una filial de la Empresa de Energía de Bogotá (EEB), que hizo una de las adquisiciones más importantes de la historia colombiana: la compra de Ecogas por cerca de 1,3 billones de dólares. Por último, se trata el tema de las electrificadoras bajo el cual se expone una premisa importante: el mercado de capitales por sí solo no sirve para desarrollar cierto tipo de negocios.

1. Ecopetrol

Ecopetrol es uno de los bastiones de GC en Colombia y ejemplo claro de cómo generar una solución real de GC en una empresa estatal, donde uno de los mayores retos de gobierno es generar sostenibilidad e implementar modelos de empresa privada para una empresa de propiedad estatal.

Como compañía pública, Ecopetrol estaba sometida al paradigma de la mayoría de las empresas estatales, esto implica que el mecanismo de gobierno establecido obedecía al ciclo político. En 2003, la Junta Directiva decidió que la compañía debía adoptar prácticas de GC, lo cual permitiría un modelo de autorregulación para blindarla frente a coyunturas políticas, generar confianza en el mercado y, finalmente, daría a la empresa un modelo de gobierno eficiente y capaz de conducirla hacia la estructura competitiva que demanda el mercado actual. Se hizo a través de una “Declaración de accionista mayoritario” donde el gobierno, como representante del dueño de la compañía –la Nación colombiana–, se compromete a respetar los intereses de los accionistas minoritarios y hacer primar el criterio técnico sobre el político en sus decisiones.

El 27 de noviembre de ese mismo año se incorporaron las acciones de Ecopetrol en la BVC y hoy son el título más importante de este mercado, al contar con la mayor participación y los mejores índices de bursatilidad. La salida a bolsa de Ecopetrol no obedeció a una lógica puramente financiera. La entrada de Ecopetrol al mercado accionario principalmente obedeció a un tema de sostenibilidad y largo plazo, al proceso de toma de decisiones –no politizado– que venía desarrollando la compañía a través de políticas de GC y que, con la entrada de jugadores privados, así sean minoritarios, se fortalece y preserva en el tiempo. Esta afirmación se corrobora con la variación de precios de la acción de Ecopetrol desde el primer día en que estuvo listada en la BVC. El precio de apertura de la acción (27 de noviembre de 2007) fue \$1.400 y el precio de cierre \$2.045³²: en un movimiento histórico, la acción se valorizó en 46%. Es claro que las acciones estaban subvaloradas cuando entraron al mercado y las variaciones en precios lo confirman. Si hubiese obedecido a una racionalidad puramente financiera, lo óptimo hubiese sido vender ese 11%, que está hoy en manos de colombianos, a uno o varios inversionistas estratégicos dispuestos a pagar un premio mucho más alto. Por tanto, la relación entre el mercado de capitales y Ecopetrol se debe analizar no sólo desde la óptica financiera, sino desde la importancia que tenía el mercado accionario público para la preservación de un modelo de GC para la empresa. Las compañías no entran a la bolsa exclu-

³² Ecopetrol. Consultado el 6 de abril de 2009. Disponible en: http://www.ecopetrol.com.co/Informe_Anuar/inicio.htm

sivamente por buenas condiciones de financiamiento, sino también por la estabilidad que le puede dar el mercado de capitales a la empresa.

2. TGI - Ecogas

El segundo caso que mencionaré para ilustrar que la GC y el mercado de capitales son complementarios pero no existe necesariamente una relación de causalidad entre ellos, es la adquisición de Ecogas por parte de TGI a finales de 2006. La transacción de US\$1,3 miles de millones requería un endeudamiento sin precedentes por parte de TGI y de la EEB. El 27 de septiembre de 2007, TGI colocó en el mercado de valores internacional bonos a 10 años por US\$ 750 millones³³, siendo esta la transacción de este tipo más grande realizada en Colombia. En octubre de ese mismo año, la EEB realizó una nueva emisión de bonos a siete años en el mercado internacional por US\$ 610 millones.³⁴ El mecanismo utilizado para tales emisiones fue la Regla 144 de la SEC.

Según la directiva, “se prefirió hacer la operación en el mercado internacional debido a que se trataba de un monto grande que en el ámbito local requería de mayores esfuerzos y mayor tiempo para venderse. Así mismo, según cálculos de EEB, los costos para hacer una operación paralela en el mercado de valores nacional e internacional eran mayores”.³⁵ Este caso ilustra la falta de sofisticación del mercado colombiano y sus limitaciones en cuanto a disponibilidad de fondos, fortalece la tesis de la relación no causal entre el desarrollo de la GC y el desarrollo del mercado de valores, y es indicativo de la debilidad del mercado de valores independientemente de los desarrollos de GC.

3. Electrificadoras

Un tercer caso para ilustrar la necesidad de separar los mundos de la GC y el desarrollo de mercado de capitales tiene que ver con las electrificadoras.

Recientemente, el Gobierno puso en venta varias electrificadoras en Colombia. ¿Por qué no lo hizo a través del mercado público de valores? Por una sencilla razón: el mercado de valores sólo provee capital y no siempre es dinero lo único que se necesita. Estas compañías no sólo requerían de nuevas formas de financiamiento; sus necesidades reales tenían que ver con gestión, conocimiento, tecnología, *networking*, *know-how*, etc. El problema de recursos no es el único reto importante para las empresas latinoamericanas, también lo son los socios estratégicos que aporten a estas compañías conocimiento y tecnología.

Reconocer eso es otra forma de reconocer que la GC y el desarrollo del mercado de valores son complementarios aunque independientes y que no se puede afirmar que sí el mercado de valores no está funcionando tan eficientemente como se quisiera esto se debe a dificultades de desarrollo de GC.

³³ *Offering Memorandum*, TGI International. Septiembre 26, 2007.

³⁴ *Offering Memorandum*, EEB International. Octubre 24, 2007.

³⁵ EEB. Consultado el 6 de abril de 2009. Disponible en: <http://www.eeb.com.co/?idcategoria=2833>

CONCLUSIONES

A diferencia de la opinión de los autores, hay grandes avances en GC en Colombia. Los avances regulatorios han aportado de forma eficiente al proceso, y la contribución más importante de GC ha sido la generación de un diálogo permanente con el sector empresarial para optimizar las firmas. No todo está logrado, Colombia tiene retos importantes que afrontar. Por ejemplo, a nivel de regulación se deben fortalecer los mecanismos para regular el problema de agencia entre accionistas minoritarios y mayoritarios, y se debe seguir trabajando en la implementación de prácticas de GC en las empresas no listadas, como semilleros para el mercado de valores.

Por otra parte, parece claro que no se puede hablar de una relación entre mercado de capitales y GC, tal como lo han venido planteando algunos académicos locales e internacionales. En términos de desarrollo del mercado de capitales, el reto del país no es sólo de GC, es también identificar mecanismos que hagan eficientes estos mercados. Únicamente bajo condiciones de eficiencia tendrá sentido económico para los empresarios entrar a participar en estos escenarios. El mercado de valores latinoamericano se va a desarrollar sólo cuando los empresarios encuentren en el mercado oportunidades más eficientes para expandir y financiar sus empresas, entonces preferirán vender parte de su capital social en bolsa en lugar de venderlo a un inversionista estratégico ó al *private equity*.

Si no se generan esas condiciones de mercado, como en su momento se dieron en Brasil (*Novo Mercado*), donde tenía mucho más sentido venderse en bolsa que a otro actor, el mercado de valores latinoamericano seguirá enfrentando obstáculos insalvables que reducirán sus oportunidades de nuevos IPO a casos aislados, donde a los accionistas originales no les importa asumir un costo de entrada alto para garantizar otro tipo de beneficios no-financieros con el listado de la compañía. El problema pasa por varias situaciones entre las que se encuentran los temas tributarios, de cultura empresarial, de costos asociados al proceso de emisión, que en buena parte se encarecen por disposiciones regulatorias excesivas y por falta de actores en los mercados.

El tema de la GC no debe dejarse de lado, pero debe reconocerse su alcance y su efecto real sobre el desarrollo del mercado de valores. Queda entonces a los académicos, ayudarnos a sistematizar y entender más sobre las tesis que han venido orientando la discusión de GC y desarrollo de los mercados de capitales. Hasta el momento, la evidencia empírica muestra que no hay una correlación directa entre proteger a los accionistas minoritarios y el desarrollo de los mercados de capitales.

Capítulo VIII

GOBERNANZA CORPORATIVA: EL CASO DE MÉXICO

*Héctor Viscencio Brambila**

A. INTRODUCCIÓN

Los procesos de apertura comercial y globalización experimentados en México durante los últimos veinte años han incrementado la intensidad de la competencia que enfrentan las empresas en la mayoría de los sectores empresariales, cuyas consecuencias se manifiestan a través de márgenes de utilidad más estrechos y menores rentabilidades para los inversionistas. Por tanto, el principal reto que encaran empresarios, consejeros de administración y la alta dirección, en un ambiente globalizado de intensa competencia es el logro de rentabilidades¹ superiores sustentables en sus empresas.

Mantener rentabilidades superiores en la empresa depende de la capacidad del equipo directivo para crear valor en los negocios. La creación de valor descansa a su vez en los procesos de innovación y planeación estratégica de la empresa, que fomentan la generación de ventajas competitivas de manera sistemática, lo cual es crucial cuando se opera en ambientes intensamente competidos.

La literatura sobre gobernanza corporativa (GC) sugiere que una forma de que las firmas logren maximizar el valor generado y, por ende, la rentabilidad del capital, es la incorporación de mejores prácticas corporativas. Con ellas, las empresas logran disminuir los conflictos de interés entre empresarios, consejeros de administración y directivos –en empresas públicas o privadas– que tienden a impedir la creación de valor y rentabilidad (Jensen y Meckling, 1976; Fama y Jensen, 1983, Shleifer y Vishny, 1997; Denis, 2001; Murphy, 1999; Hermalin y Weisbach, 2003, entre otros).

Los efectos de la globalización se extienden más allá de la empresa y afectan también al gobierno de México. De manera especial el reto para el poder ejecutivo es proponer al Congreso iniciativas de ley para promover y regular la actividad empresarial, en especial la GC. El poder judicial tiene el reto de administrar justicia en el contexto de la GC, lo cual requiere

* Escuela de Graduados en Administración y Dirección de Empresas, Campus Monterrey Instituto Tecnológico y de Estudios Superiores de Monterrey.

¹ Rentabilidad superior al costo de oportunidad del capital invertido en la actividad de negocios.

de interpretaciones sobre leyes recientemente reformadas y que facilitan el paso de México a la competencia global.

El objeto de este documento es describir la situación de la GC en el caso de México en todas sus dimensiones, tanto a nivel de la reforma legal como de los mecanismos disponibles para la empresa individual. Otro propósito es el análisis y discusión de cómo la GC afecta el desarrollo de los mercados de capitales.

En la segunda sección se analiza la situación actual y la perspectiva histórica de la GC en México. La información es analizada y evaluada en función del marco de reforma legal de la GC, la competencia en los mercados de los productos e insumos de las empresas, los mecanismos de control externo tal como el mercado de control corporativo y los mecanismos de control interno, en especial el consejo de administración (CA), el sistema de compensación ejecutiva y el sistema de control interno.

La tercera sección analiza la estructura de propiedad de las empresas públicas en México, así como la forma en que se ejerce el control de las sociedades a través del CA. La información es presentada para empresas listadas como no listadas en la Bolsa Mexicana de Valores (BMV).

En la cuarta sección se analiza la situación de la GC y su impacto sobre el desarrollo y profundización de los mercados de capital en México. Primero, se presenta el caso de los actores más relevantes en los mercados de capital de México, con énfasis en la BMV en términos de capitalización, número de empresas emisoras nacionales, capitalización de emisoras extranjeras y una comparación con las principales bolsas de valores de América Latina. En seguida, se hace una comparación entre el caso de México y el de Brasil. La sección incluye también el análisis y evaluación del estatus de la GC de los principales actores en los mercados de capital mexicanos, incluyendo la banca múltiple, los fondos de pensiones, las sociedades de inversión y las sociedades financieras de objeto limitado.

Finalmente, en las conclusiones se hacen algunas recomendaciones para mejorar la situación de GC, tanto a nivel de las instituciones y su fortalecimiento, como de las empresas de negocios responsables de incorporar las mejores prácticas corporativas internamente, para facilitar el logro de rentabilidades sustentables a largo plazo.

B. LA GOBERNANZA CORPORATIVA (GC) EN MÉXICO

El tema de la GC cobró importancia en México con la publicación del Código de Mejores Prácticas Corporativas (CMPC) en 1999, por el Consejo Coordinador Empresarial (CCE). La iniciativa recibió un ímpetu considerable gracias a la adopción del Código por la Bolsa Mexicana de Valores (BMV), la cual solicitó a las empresas listadas su adhesión obligatoria al mismo. Desde entonces hasta la fecha (2009), se han logrado grandes avances en materia de GC, tanto en el marco legal y regulatorio, como en la incorporación de mejores prácticas en las empresas listadas en la bolsa. En esta sección se revisa el progreso alcanzado y la situación actual en materia de GC en México, usando las definiciones y conceptos sobre el tema incluidos en el primer capítulo de esta publicación.

El enfoque de GC denominado de “agencia” es el más aceptado tanto por la academia como por el sector empresarial. De forma resumida, el enfoque de agencia establece que, en la operación normal de una empresa pública o privada, se generan situaciones en que alguna

parte saca partido para sí en detrimento de todos o algunos de los inversionistas. Es decir, existen conflictos de interés que ocurren naturalmente y que propician asimetrías de información, las cuales tienden a generar ineficiencias operativas que reducen la creación de valor y, por ende, la rentabilidad para los tomadores de riesgo.

Las respuestas para tratar de disminuir, aunque no necesariamente eliminar, los conflictos de interés y evitar comportamientos oportunistas incluyen la creación de mecanismos tanto externos como internos a la empresa. Los mecanismos externos buscan la protección de aquellos inversionistas que, por el tamaño del monto invertido, son sujetos de expropiación de riqueza; también, buscan disminuir las asimetrías de información a través de esquemas que propicien la revelación de información financiera al público inversionista; por último, la disminución de todo tipo de posibles conflictos de interés al interior de las empresas, en especial en los CA.² Los mecanismos internos de GC pretenden mejorar la eficiencia de la gestión administrativa mediante la incorporación de mejores prácticas corporativas, para facilitar la creación de valor y la rentabilidad para los inversionistas que arriesgan su capital en el negocio. A continuación se presenta una revisión de estos mecanismos para el caso de México.

1. Los mecanismos de la GC y su utilización en el caso de México

Jensen (1993) propone cuatro grupos de mecanismos de GC que permiten disminuir los costos de agencia y que serán utilizados en el presente análisis sobre el caso mexicano, a saber:

- Marco legal
- Competencia en los mercados de los productos e insumos
- Mecanismos externos de control
- Mecanismos internos de control

2. El marco legal de la GC en México

Los marcos legales usualmente incluyen las leyes comerciales que norman las conductas de los diferentes actores empresariales y de los mercados de capitales. En México, el marco legal está constituido por el Código de Comercio y Leyes Complementarias. Estas últimas incluyen: la Ley General de Sociedades Mercantiles, la Ley General de Títulos y Operaciones de Crédito, la Ley sobre el Contrato de Seguro, la Ley de Concursos Mercantiles, la Ley de Navegación, la Ley de Puertos, la Ley Federal de Protección al Consumidor, la Ley Federal de Competencia Económica, la Ley de Comercio Exterior, la Ley del Mercado de Valores, la Ley de Sociedades de Inversión, la Ley de Instituciones de Crédito y la Ley de los Sistemas de Ahorro para el Retiro, con sus respectivos reglamentos. Todos los actores empresariales están sujetos a estas leyes, tanto los administradores como los propietarios; sean o no los mismos, están obligados a cumplir con estas disposiciones. Esto es un mecanismo poderoso para reducir los potenciales conflictos de interés. En el contexto mexicano, la Ley General de Sociedades Mercantiles y la Ley del Mercado de Valores son cruciales para la GC de las em-

² En otros países de la región se les denomina juntas directivas, mesas directivas o directorios, por ejemplo.

presas porque, conjuntamente, establecen los preceptos que permiten proteger los derechos de los accionistas, así como las funciones y responsabilidades básicas de los accionistas, los miembros del CA y el director general de las empresas con o sin registro en la BMV.

a) *Ley General de Sociedades Mercantiles (LGSM)*

Esta ley fue publicada en el *Diario Oficial* de la Federación el 4 de agosto de 1934 y reformada por última vez por decreto publicado el 11 de junio de 1992. Durante este periodo se han realizado numerosas adecuaciones a la ley. En ella se estipulan los diferentes tipos de sociedades empresariales disponibles para los inversionistas. La LGSM define la Sociedad Anónima de forma equivalente al concepto de “corporación” en Estados Unidos, junto con sus principales características, a saber: constitución y características de las acciones, administración o esquema de GC, vigilancia de la sociedad, información financiera requerida y facultades de la asamblea de accionistas.

El sistema básico de GC establecido en la LGSM incluye la asamblea de accionistas, el CA y los gerentes o administradores. El gerente o administrador general rinde cuentas al CA y éste a su vez a la asamblea de accionistas. La ley estipula que puede haber acciones con diferentes tipos de privilegios, particularmente las acciones con voto y de voto limitado. La LGSM establece instrucciones precisas sobre cómo deberán hacerse las votaciones en las asambleas de accionistas ordinarias y extraordinarias, que en algunos casos representan un porcentaje del número de acciones y, en otros, un porcentaje de representación del capital. La LGSM no hace mención a las características de los miembros del CA ni a la utilización de órganos intermedios o comités. Las minorías que no representen un 25% del capital social no pueden tener representación en el CA de empresas privadas, o un 10% si se trata de empresas públicas.

b) *Ley del Mercado de Valores (LMV)*

De acuerdo con el glosario de la BMV, la LMV es una “disposición que regula la oferta pública de valores; su intermediación; las actividades de las personas y entidades operativas que intervienen en el mercado; la estructura y operación del Registro Nacional de Valores; y los alcances de las autoridades responsables de promover el desarrollo equilibrado del mercado y la sana competencia”.

La actual ley fue reformada y publicada en el *Diario Oficial* de la Federación el 28 de junio de 2007. Con el propósito de fortalecer los mercados de capital del país y, en particular de la BMV, la LMV incrementa los tipos de sociedades anónimas para incluir:

- Sociedad Anónima Promotora de Inversión (SAPI)
- Sociedad Anónima Promotora de Inversión Bursátil (Sapib)
- Sociedad Anónima Bursátil (SAB)

La principal diferencia entre estos tipos de sociedades anónimas radica en su esquema de GC, específicamente, en la composición del CA. El cuadro 1 presenta las principales diferencias entre las sociedades anónimas vigentes. La SAPI es similar a la S.A. privada, según está definida en la LGSM, siendo las principales diferencias: 1) se le permite establecer causales

Cuadro VIII.1
GOBERNANZA CORPORATIVA DE LAS SOCIEDADES ANÓNIMAS DE MÉXICO

Concepto	Tipo de sociedad			
	S.A.	SAPI	Sapib	SAB
Consejos de Administración	Sí	Sí	Sí	Sí
No. de consejeros	2 ó más	2 ó más	2 ó más	Hasta 21
No. de consejeros independientes	Ninguno	Ninguno	Al menos 1	20% del total de consejeros
Comité de Prácticas Societarias	No	No obligatorio	Formado con y presidido por consejeros independientes	Formado con y presidido por consejeros independientes
Comité de Auditoría	No	No obligatorio	Sí	Sí
Revelación de estados financieros	No obligatorio	No obligatorio	Sí	Sí
Comisario	Sí	No	No	No

1 S.A. Sociedad Anónima.

2 SAPI Sociedad Anónima Promotora de Inversión.

3 Sapib Sociedad Anónima Promotora de Inversión Bursátil.

4 SAB Sociedad Anónima Bursátil.

Fuente: Preparado a partir de la Ley General de Sociedades Mercantiles y la Ley del Mercado de Valores.

de exclusión de socios en adición a lo señalado en la LGSM; 2) puede emitir acciones distintas a las estipuladas en los artículos 112 y 113 de la LGSM; 3) tienen la opción de adoptar para su administración el régimen relativo a la integración, organización y funcionamiento de las SAIB,³ pero sin requerir que su CA tenga consejeros independientes, y 4) la asamblea de accionistas y los accionistas mismos tienen atribuciones que van más allá de las otorgadas por la LGSM, por ejemplo, designación y revocación de miembros del CA, nombramiento de comisarios, convocatoria a asambleas extraordinarias, oposición judicial a las resoluciones de las asambleas generales, y convenios entre accionistas o grupos de accionistas, particularmente, los relacionados con la venta de acciones.

Respecto de la GC, la Sapib debe tener al menos un consejero independiente al momento del registro. El artículo 26 de la LMV establece las condiciones que deben ser cumplidas para garantizar la independencia del consejero así designado, y se destaca de manera prominente que tal consejero esté libre de conflictos de interés. También se requiere que el CA tenga un comité de prácticas societarias que sea presidido por un consejero independiente; este comité está además facultado para realizar las funciones de un comité de auditoría.

³ La Sapib es una sociedad anónima que tiene la opción de solicitar la inscripción en el Registro de la BMV de las acciones representativas de su capital social o títulos de crédito que representen las acciones, si así lo acuerda la asamblea de accionistas.

Una de las ventajas de la Sapib es que puede colocar sus acciones en bolsa con o sin oferta pública, pues de esta manera la empresa obtiene el respaldo de la BMV, lo que implica una mayor certidumbre para el inversionista y las instituciones financieras sobre las operaciones de la empresa. Adicionalmente, la Sapib se rige por algunos de los preceptos aplicables a la Sociedad Anónima Bursátil (SAB), que será explicada más adelante. En particular, lo relacionado con derechos de los accionistas para protegerse de la adquisición de sus acciones que otorguen el control de la sociedad a terceros (Art. 48), los derechos individuales de los accionistas (Art. 49), la emisión de acciones ordinarias, con voto limitado o sin voto, convertibles, de tesorería, entre otras (Art. 53 al 56). También aplican a la Sapib los mismos preceptos que para la SAB en materia de oferta pública de valores, inscripción y oferta de suscripción o enajenación, inscripción sin oferta, inscripción preventiva y ofertas públicas de adquisición (Art. 83 al 92 y 95).

La Sociedad Anónima Bursátil es la que se denominaba empresa pública o con registro en la bolsa, hasta que la LVM fue revisada y modificada en 2006. Desde un punto de vista de GC, la administración de la sociedad es encomendada a un CA integrado por un máximo de 21 consejeros propietarios,⁴ de los cuales el 25% deben ser independientes. La LMV permite que existan consejeros suplentes, uno por cada consejero propietario (Art. 24). La asamblea de accionistas se encarga de nombrar y ratificar a los consejeros propietarios y sus suplentes. El artículo 25 prevé que el consejo cuente con uno o varios comités, en especial los de prácticas societarias y auditoría, los cuales deben estar conformados exclusivamente por consejeros independientes y por un mínimo de tres miembros. El nombramiento de los presidentes lo realiza la asamblea de accionistas. Los requisitos para garantizar la independencia de los consejeros así designados incluyen: que no sean empleados o contratados de alguna manera con la sociedad; que tengan influencia significativa en la misma; con una participación patrimonial de control de la sociedad; que sean proveedores o que tengan cualquier tipo de parentesco hasta el cuarto grado. El consejero independiente debe informar al CA acerca de la ocurrencia de cualquier tipo de conflicto de interés (Art. 26).

La LMV incluye los conceptos del deber de diligencia y el deber de lealtad que la Ley General de Sociedades Mercantiles no contempla. Estos conceptos de deberes provienen de la legislación anglosajona denominada “derecho común” y contrastan con las leyes mexicanas que provienen del derecho napoleónico (La Porta *et al.*, 1998). El deber de diligencia se refiere a que los consejeros deben actuar de buena fe y en el mejor interés de la empresa y las personas morales que ésta controle. Por otro lado, el deber de lealtad se refiere a que los miembros y el secretario del CA deben guardar confidencialidad respecto de la información y asuntos de los que tengan conocimiento con motivo de su cargo en la empresa.⁵ Será interesante observar en la práctica cómo estos derechos de diligencia y lealtad son instrumentados por los organismos reguladores o, en última instancia, por el sistema de justicia en México,

⁴ En la nomenclatura de la BMV, se utiliza la designación de consejero patrimonial para designar a quienes son también accionistas. Un consejero propietario es un consejero titular designado por la asamblea general de accionistas y puede o no ser accionista.

⁵ En la legislación anglosajona, el poder judicial históricamente ha preferido no intervenir en la operación de los negocios privados y el cumplimiento de estos derechos se deja a la voluntad de los actores de los negocios (Paredes, 2005).

pues no hay precedente. Aquí se perfila un área de investigación hacia el futuro cuando ocurren casos que generen datos suficientes para el análisis.

c) Protección para los accionistas minoritarios

En el caso de las empresas públicas, la protección legal de los accionistas minoritarios es crucial para evitar el problema de agencia generado posiblemente por los accionistas con el control mayoritario de la sociedad, situación muy factible en México dada la estructura familiar concentrada de los negocios. Aunque el artículo 112 de la LGSM establece que las acciones serán de igual valor y con iguales derechos, este mismo permite la existencia de acciones especiales con derechos distintos, los cuales no podrán aplicar a la participación en las ganancias (Art. 17). El artículo 113 contempla que las acciones sólo podrán tener derecho a un voto y que podría haber en el contrato social acciones con voto limitado. El voto limitado aplica a las asambleas extraordinarias de accionistas, cuando se toman decisiones relacionadas con aumento o reducción del capital social, emisión de acciones privilegiadas, amortización por la sociedad de sus propias acciones y emisión de acciones de goce,⁶ emisión de bonos, y cualquier otra modificación del contrato social y demás asuntos para los que la ley o el contrato social exija un quórum especial. Las acciones de voto limitado tienen preferencia sobre las acciones ordinarias para recibir el pago de un dividendo del 5%. En caso de liquidación de la sociedad, las acciones de voto limitado deben ser reembolsadas antes que las ordinarias, sin embargo, la ley no establece si las acciones de voto limitado serían liquidadas igual que las acciones comunes. El artículo 198 consagra el derecho de la libertad del voto de los accionistas al declarar nulo todo convenio que la restrinja, sin embargo, en la LMV existen múltiples instancias donde se invalida este artículo.

La LGSM no menciona al inversionista minoritario que por su tamaño estaría casi siempre en desventaja frente a los accionistas mayoritarios que mantienen el control de la sociedad. Dos aspectos que podrían “endulzar” la adquisición de acciones para los accionistas minoritarios es el principio de “una acción un voto” sin limitaciones y el derecho a que el valor para todos los tipos de acciones sea el mismo en caso de venta de la empresa o de una fusión con otra empresa.⁷

De acuerdo con Familiar (2003), el conflicto de agencia en México involucra a una minoría⁸ de accionistas de control y el resto de los accionistas; esta minoría en ocasiones controla la sociedad con proporciones bajas de capital. Actualmente están prohibidas las emisiones

⁶ Son aquellas que pueden ser entregadas a los accionistas a quienes se les hubieren amortizado sus acciones con utilidades repartibles, y sus tenedores tendrán derecho a las utilidades líquidas así como derechos de voto en las asambleas, según lo contemple el contrato social (<http://ciep.itam.mx/~msegui/instrmex.htm>).

⁷ Estos son dos pilares de las acciones de empresas emisoras en los segmentos especiales de la Bolsa de Valores de São Paulo (Bovespa) en Brasil, generalmente denominados como *Novo Mercado*, cuya operación se considera clave en el crecimiento experimentado por Bovespa en los últimos años. (www.bovespa.com/Companies/NovoMercadoSpecial/novomercadoi.htm).

⁸ La definición de accionista minoritario es importante porque es posible que estos accionistas conformen la mayoría, y que ésta sea controlada por una minoría de accionistas. Así que ser minoría no necesariamente significa estar en desventaja.

de unidades vinculadas de acciones comunes y acciones con voto restringido, excluyendo las que sean convertibles en acciones de voto pleno en cinco años o menos. Las unidades vinculadas fueron utilizadas por los accionistas de control para emitir paquetes de acciones que incluían, por ejemplo, una acción de voto pleno y dos acciones de voto restringido, otorgando a los accionistas de control la ventaja de ser accionistas con súper voto pues, al comprar el paquete, el accionista minoritario tendría que invertir en este ejemplo tres veces más para conseguir un voto.

A raíz de la entrada de México a la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos (OCDE), se ha hecho mucho en el país para proteger no sólo la integridad de las instituciones financieras como la BMV, sino también los derechos de los accionistas. Otro importante mecanismo es la Ley de Concursos Mercantiles, pues proporciona estabilidad y seguridad a las diferentes partes con recursos financieros en riesgo; particularmente, ayuda a que los asuntos relacionados con la falla de empresas sean dirimidos ordenadamente, lo cual tiende a reducir riesgos y a favorecer la inversión.

La existencia de un marco legal apropiado y, por supuesto, el cumplimiento de las disposiciones por parte del sector empresarial aligeran el impacto de serios conflictos de interés, lo que induce una reducción en los riesgos inherentes a la vida de los negocios. La reducción de riesgos mejora las calificaciones de crédito y reduce los costos de capital, con el consecuente incremento en la rentabilidad de las empresas y ayuda al desarrollo y profundización de los mercados de capitales.

A pesar de las reformas en el marco legal de la GC en México, las principales leyes aquí discutidas permiten a las empresas públicas la emisión de numerosas clases de acciones, generando oportunidades para que afloren conflictos de interés que resultan poco atractivos para el inversionista minoritario. En el apéndice 1 se incluyen las clases de acciones vigentes en México. Aún están pendientes los efectos que la reforma legislativa tendrá sobre los mercados financieros y en particular sobre la BMV.

d) El Código de Mejores Prácticas Corporativas (CMPC)

El primer CMPC fue publicado en 1999 por el Consejo Coordinador Empresarial (CCE). En la elaboración del CMPC se tomaron en cuenta las necesidades y características de las sociedades empresariales mexicanas, su origen, su estructura accionaria y la importancia que pueden tener ciertos grupos de accionistas en su administración. Respecto a las empresas, el CMPC busca “ayudarles a ser institucionales, competitivas y permanentes en el tiempo; que puedan acceder a diversas fuentes de financiamiento en condiciones favorables y ofrezcan confianza a los inversionistas nacionales e internacionales” (2006). El CMPC incluye un cuestionario diseñado específicamente para medir el grado de adhesión de las empresas que cotizan en bolsa, basado en las mejores prácticas recomendadas en el mismo. La BMV ha solicitado a sus empresas llenar el cuestionario obligatoriamente una vez al año.⁹

Los escándalos de empresas como Enron, WorldCom y Parmalat, demostraron algunas serias debilidades de los sistemas de GC, considerados por muchos como los más avanzados

⁹ El código puede ser consultado en el siguiente sitio de Internet: <http://www.cce.org.mx/CCE/Publicaciones/>

del mundo. La principal consecuencia fue una serie de acciones legislativas en países como Estados Unidos. En México, el Poder Legislativo modificó la Ley del Mercado de Valores y el CCE actualizó el código de mejores prácticas corporativas. El CMPC de México declara que sus principios “van encaminados a establecer las mejores prácticas corporativas que contribuyan a consolidar la integración y funcionamiento del CA y sus órganos intermedios de apoyo, las cuales son aplicables a todo tipo de sociedades públicas y privadas en general, sin distinguir su tamaño, actividad o composición accionaria”.

La edición revisada del CMPC considera que el término “gobierno corporativo” es un sistema mediante el cual las sociedades son dirigidas y controladas. El código considera que un buen sistema de GC debe incluir las siguientes características:

1. Trato igualitario y protección de los intereses de todos los accionistas.
2. Reconocimiento de la existencia de terceros interesados en la marcha y permanencia de la sociedad.
3. Emisión y revelación responsable de la información, así como transparencia en la administración.
4. Asegurarse que existan guías estratégicas en la sociedad, el monitoreo efectivo de la administración y la responsabilidad fiduciaria del CA.
5. Identificación y control de los riesgos a que está sujeta la sociedad.
6. Declaración de principios éticos y de responsabilidad social empresarial (RSE).
7. Prevención de operaciones ilícitas y conflictos de interés.
8. Revelación de hechos indebidos y protección a los informantes.
9. Cumplimiento de las regulaciones a que esté sujeta la sociedad.
10. Dar certidumbre y confianza a los inversionistas y terceros interesados sobre la conducción honesta y responsable de los negocios de la sociedad.

El nuevo CMPC incluye 47 recomendaciones a manera de mejores prácticas de GC, entre las que se han incluido algunas relacionadas con la ética y la RSE, la prevención de actos y operaciones indebidas y evitar conflictos de interés. Las mejores prácticas recomendadas por el CMPC norman el funcionamiento de la asamblea de accionistas, el CA y sus órganos intermedios, en particular, el comité de auditoría, el de evaluación y compensación y el de finanzas y evaluación.

La última revisión de la LMV incorporó varias de las recomendaciones hechas por el CMPC, en particular lo relacionado con el número y características de los consejeros independientes, así como los deberes de diligencia y lealtad. Queda pendiente verificar el grado de cumplimiento de las empresas. El concepto es que el CMPC representa el estándar de GC en México y que es superior al establecido por la LMV.

3. Competencia en los mercados de productos e insumos

a) Los mercados de productos

México ha pasado en muy poco tiempo de ser una economía cerrada a una abierta, incrementándose el grado de competencia. Esto ha impuesto desafíos a los ejecutivos de las empresas,

poniendo a prueba su capacidad administrativa. Un buen número de los ejecutivos, acostumbrados a la poca competencia, no está preparado para operar sus negocios en un entorno de alto nivel de competencia.

El mercado actúa como un mecanismo disciplinario debido a que los ejecutivos de la empresa deben mantener una operación eficiente para poder conservar sus empleos, lo que implica que menores cantidades de fondos podrían ser destinadas a proyectos con valor presente neto negativo. El efecto disciplinante de la competencia en los mercados aplica a todo el sector empresarial, independientemente de si las empresas son públicas o privadas.¹⁰

Una mayor competencia tiende a disminuir los precios de venta de productos y servicios, el efecto neto es una reducción en los márgenes de ganancia que se traduce en menores tasas de rentabilidad, ciertamente muy por debajo de las tasas que se podían obtener con una economía cerrada y en ausencia de competencia (Palepú *et al.*). Al menos dos consecuencias se producen con mercados más competitivos: ventas de empresas a extranjeros y cierres de empresas. En México, las ventas de empresas han sido motivadas por las bajas rentabilidades que ahora son posibles, los mayores requerimientos de inversión para ser competitivos y los altos niveles de costos. Muchos dueños de empresa han preferido venderlas a batallar con su operación a bajas rentabilidades. Incluso, dependiendo de la situación de apalancamiento financiero, algunos dueños de empresas han preferido cerrarlas.

b) El mercado del financiamiento

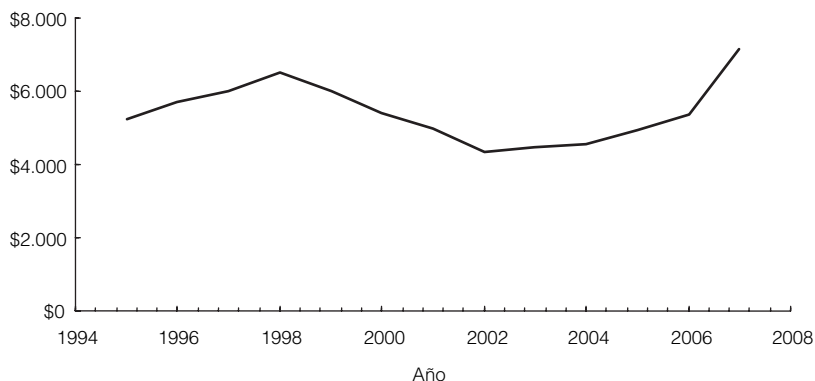
Las instituciones financieras de un país disciplinan a los administradores de las empresas, ya sea a través de su representación directa en los CA, o bien a través de restricciones a los niveles de endeudamiento y altos costos de la deuda conforme aumenta su utilización. En México, el crédito de la banca comercial y de otras instituciones financieras a las empresas ha sido y continúa siendo bajo. Por ejemplo, estadísticas del Banco de México muestran que el crédito de la banca comercial a los sectores agrícola, industrial y de servicios se ha incrementado en los últimos años (gráfico VIII.1). Sin embargo, el crédito a estos sectores como porcentaje del crédito total de la banca comercial ha caído durante el mismo periodo de tiempo (gráfico VIII.2). El Banco de México reportó en un comunicado de prensa en febrero de 2008 que, en el último trimestre de 2007, sólo el 25% de las empresas encuestadas admitió haber utilizado algún tipo de crédito bancario.

Los recursos de la banca comercial mexicana se han dirigido a sectores con mayor rentabilidad, como consumo y vivienda. Particularmente, el consumo ha tenido un crecimiento explosivo en el mismo periodo de tiempo (gráficos VIII.3 y VIII.4). La participación de la banca comercial como elemento disciplinante de los administradores en México es limitada y la tendencia es a ser aún menos importante.

Dada la naturaleza familiar de las empresas mexicanas, incluyendo a la mayoría de las que cotizan en bolsa, la deuda bancaria no ha sido una forma popular de financiamiento. Las empresas han preferido la deuda de corto plazo por medio de papel comercial y de largo plazo mediante bonos, denominados “obligaciones” en México, con algunas de las emisiones rea-

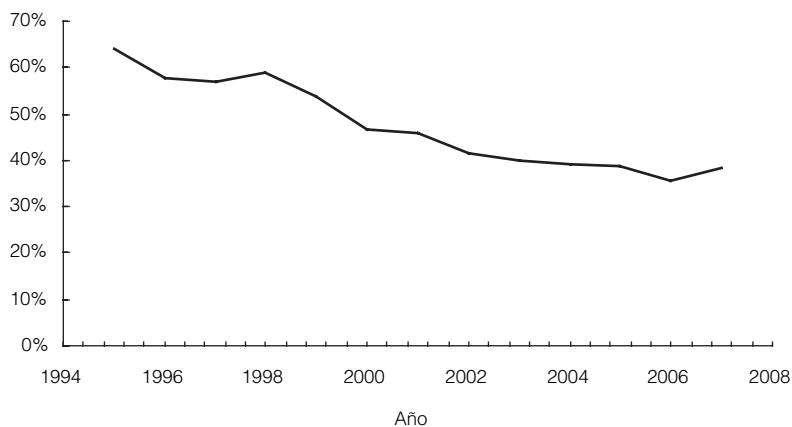
¹⁰ Esto excluye a los monopolios gubernamentales y privados que aún operan en el ambiente empresarial mexicano.

Gráfico VIII.1
CRÉDITO DE LA BANCA COMERCIAL A LOS SECTORES
AGRÍCOLA, INDUSTRIAL Y DE SERVICIOS
 (Miles de millones de pesos)



Fuente: Elaborado con datos del Banco de México.

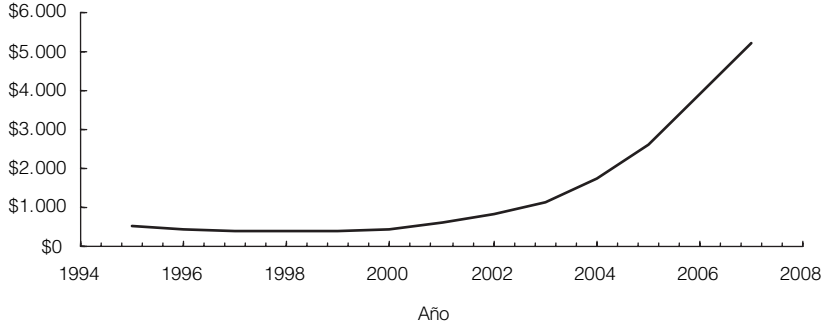
Gráfico VIII.2
CRÉDITO DE LA BANCA COMERCIAL A LOS SECTORES AGRÍCOLA, INDUSTRIAL
Y DE SERVICIOS COMO PORCENTAJE DEL CRÉDITO TOTAL



Fuente: Elaborado con datos del Banco de México.

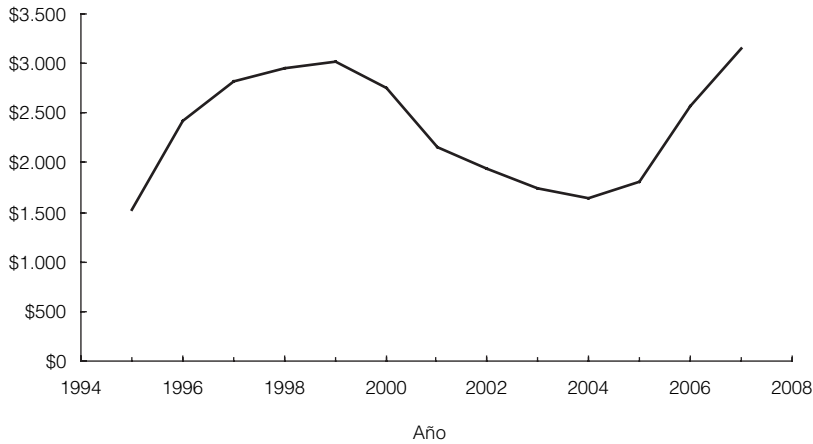
lizándose a través de la bolsa. La actual crisis económica (2009) en México está acentuando la escasez de crédito a las empresas, pues la banca prefiere inversiones más seguras, como instrumentos de deuda gubernamental. Con la recuperación de la economía, no se ve un cambio sustancial a menos que la estructura altamente concentrada de la economía y su poder

Gráfico VIII.3
CRÉDITO DE LA BANCA COMERCIAL AL CONSUMO
 (Miles de millones de pesos)



Fuente: Elaborado con datos del Banco de México.

Gráfico VIII.4
CRÉDITO DE LA BANCA COMERCIAL A LA VIVIENDA
 (Miles de millones de pesos)



Fuente: Elaborado con datos del Banco de México.

monopólico cambien. También la participación de otras instituciones financieras es baja en términos de créditos al sector empresarial.

4. Mecanismos externos de control

El mercado del control corporativo es quizás el principal mecanismo externo de GC. Este mercado está conformado por empresarios interesados en la adquisición y fusión de empre-

sas. La idea detrás de este tipo de mecanismo es que los ejecutivos de una empresa tienen menos incentivos para desviarse del comportamiento ‘maximizador’ de valor para los accionistas, cuando ésta enfrenta la amenaza inminente de ser adquirida por otros intereses empresariales. Las empresas con desempeño deficiente pero con buenos prospectos de mercado se convierten en candidatas a ser adquiridas (Holmstrom y Kaplan, 2001). Si bien muchas de las operaciones de adquisición involucran a empresas listadas en bolsa, las empresas privadas no son inmunes. El mercado por el control corporativo en los países de América Latina no ha sido tan activo como en Estados Unidos, sin embargo, la apertura comercial experimentada por países como México, Chile, Argentina y Brasil, ha generado un mayor volumen de adquisiciones y fusiones.

En México, las adquisiciones corporativas han involucrado empresas privadas con fuerte apalancamiento financiero que las ha colocado al borde de la quiebra. Los empresarios compradores, usualmente extranjeros, fusionan la empresa adquirida a su grupo, reestructurando la deuda mediante acuerdos con sus acreedores, aprovechando que las operaciones de la empresa adquirida son eficientes. Por lo general, una empresa con exceso de deuda y con operaciones ineficientes rara vez es adquirida y cierra operaciones. Existen pocos estudios publicados de casos específicos. El mejor ejemplo de este mercado en México es el sector bancario comercial.¹¹ A partir de 1995, prácticamente todos los bancos grandes –con excepción de Banorte– han sido adquiridos por extranjeros, con el consecuente cambio en los cuadros ejecutivos. La agresividad de los bancos españoles ha sido notoria. A mediados de 2008, se ventiló en la prensa su interés por adquirir incluso a Banorte. Otro ejemplo del mercado del control corporativo es la industria del acero.¹² El mercado del control corporativo, de cualquier manera, ha sido y probablemente continuará siendo débil en México (Husted y Serrano, 2002).

5. Mecanismos internos de control

Los mecanismos internos de control incluyen al CA, el sistema de compensación ejecutiva, y el sistema de control interno (Jensen, 1993; Denis, 2001). En general, el CA es el mecanismo de GC más relevante, ya que sus miembros son quienes autorizan tanto la compensación ejecutiva como el sistema de control interno de la empresa. Sus miembros son nombrados por la asamblea general de accionistas.

a) *El consejo de administración (CA)*

El CA tiene su máxima expresión en el contexto de una empresa con separación entre la propiedad y la administración, como ocurre a menudo con las empresas que cotizan en bolsas de valores. La principal función del CA es cuidar los intereses de los accionistas, incrementando y maximizando el valor de la empresa. Una forma de hacerlo es evitando el conflicto de in-

¹¹ La mayor parte de la banca comercial era nacional hasta la crisis económica de 1995, año en el que la banca estuvo prácticamente quebrada y tuvo que ser rescatada por el gobierno federal.

¹² Dos importantes íconos de Monterrey, Hojalata y Lámina (Hylsa) e Industrias Monterrey (IMSA), fueron adquiridos por el consorcio transnacional Ternium.

terés total, asociado a la separación entre la administración y la propiedad, por diferencia de intereses personales entre los dueños y los administradores. El CA busca pues disminuir los costos inherentes a este conflicto de interés. Por tanto, la principal tarea del CA es cuidar que la empresa sea bien gestionada por sus ejecutivos.

En México, la Ley General de Sociedades Mercantiles (LGSM) establece en el artículo 134 que “Cuando los administradores (de la Sociedad Anónima) sean dos o más, constituirán el CA”. Por lo tanto, el CA es un mecanismo legal obligatorio para sociedades anónimas con dos o más administradores. La relevancia de esta ley es que aplica para todo tipo de empresas: públicas y privadas. La legalidad del CA está estipulada en esta ley en términos de la asistencia de la mitad de sus consejeros a las juntas de consejo, lo que define la validez legal de las resoluciones tomadas por el CA. Más allá de la capacidad para tomar resoluciones, esta ley no establece las funciones que debe tener el CA ni tampoco el número de consejeros, o si éstos deben ser internos (empleados) o externos (no empleados). Queda claro que al menos los primeros dos consejeros, uno de los cuales deberá ser el presidente del CA, tendrían que ser internos pues se establece específicamente un mínimo de dos administradores. Dado que también la ley estipula que la Asamblea General de Accionistas es el órgano supremo de la sociedad (Art. 178), a ésta le corresponde nombrar al administrador y al CA (Art. 181, numeral II) e incluso determinar los emolumentos, tanto de los administradores como de los comisarios, cuando no obren en el acta constitutiva de la sociedad.

Funciones del consejo de administración (CA). Las funciones de los CA más comúnmente citadas por la literatura incluyen: 1) establecer el rumbo estratégico de la empresa; 2) aprobar las inversiones que emanan de la planeación estratégica; 3) salvaguardar los intereses de los accionistas; 4) evaluar el desempeño de los administradores; 5) administrar los procesos de sucesión ejecutiva; 6) establecer los sistemas de compensación ejecutiva, y 7) aprobar y asegurarse que la empresa tenga un buen sistema de control interno (Demb *et al.*, 1989; Demb y Neubauer, 1992; Conger *et al.*, 2001; OCDE, 2004; CMPC, 2006, entre otros).

El cuadro VIII.2 ilustra en resumen las funciones de los CA de las 191 empresas mexicanas que reportaron a la BMV en el verano de 2002 su grado de adhesión al CMPC, en su versión original de 1999 (Viscencio, 2003). Ilustra además las funciones de los CA agrupadas en 20 categorías, conforme fueron reportadas por las empresas en sus informes de adhesión al CMPC.

La columna de la derecha muestra los porcentajes de respuesta de las empresas que mencionaron cada función. Vale la pena aclarar que las categorías 19 y 20 fueron mencionadas por una sola empresa cada una. La decisión de incluirlas obedeció a la importancia que usualmente se atribuye en la literatura de la GC, a la protección del patrimonio de los accionistas y, en particular, a la de los accionistas minoritarios (Shleifer y Vishny, 1991, 1997; OCDE, 2004 y CMPC, 1999). También llama la atención que las categorías “supervisar la administración de la sociedad” y “revisar el desempeño y los resultados de la empresa” fueron mencionadas solamente por el 21 y 11% de las empresas respectivamente, lo que parece ser bajo dada la relevancia aparente de tales funciones.

El cuadro VIII.3 proporciona el porcentaje al cual las 191 empresas consideradas cumplían con las cinco funciones principales sugeridas por el CMPC, en su versión original de 1999 (Viscencio, 2003). Los números en paréntesis corresponden a las categorías de funcio-

Cuadro VIII.2
MEXICANA DE VALORES, JUNIO 2002

No.	Función	% de empresas que responden
1.	Establecer la visión, misión, objetivos y estrategia de la sociedad	55
2.	Ejercitar poderes legales para múltiples actividades	40
3.	Establecer comités especiales	39
4.	Diseñar y vigilar que se cumplan las políticas de control interno	30
5.	Aprobar los principales funcionarios o ejecutivos	27
6.	Evaluar el desempeño del DG y de los principales ejecutivos	26
7.	Cumplir con las leyes	24
8.	Aprobar la compensación de los principales ejecutivos	23
9.	Supervisar la administración de la sociedad	21
10.	Hacer accesible información al público interesado	21
11.	Convocar asambleas de accionistas	18
12.	Ejecutar resoluciones de la asamblea de accionistas	16
13.	Aprobar planes anuales	15
14.	Aprobar informes anuales	14
15.	Seleccionar al auditor externo	12
16.	Revisar el desempeño y los resultados de la empresa	11
17.	Salvaguardar/proteger el patrimonio de los accionistas	11
18.	Aprobar asuntos relacionados con emisiones de acciones	3
19.	Proteger el patrimonio de los accionistas	1 *
20.	Proteger los derechos de los accionistas minoritarios	1 *

* Sólo una empresa respondió.

Fuente: Elaborado con datos publicados por la Bolsa Mexicana de Valores.

nes del cuadro VIII.3. Con excepción de la función “i”, el grado de adhesión de las empresas a estas funciones del Código es un poco bajo, y el área de oportunidad de mejora es grande. El artículo 28 de la nueva Ley del Mercado de Valores (2007) establece de manera muy detallada las funciones del CA para las empresas que coticen en la bolsa de valores, denominadas Sociedades Anónimas Bursátiles, o SAB.

El cuadro VIII.4 proporciona una lista resumida de las funciones establecidas por esta ley, que ahora tiene carácter obligatorio para las Sociedades Anónimas Bursátiles. Debido a lo reciente de esta nueva ley, aún no existe evidencia empírica del grado de cumplimiento de las SAB. Habrá que esperar un tiempo para que la evidencia se acumule y haya datos suficientes para un análisis adecuado.

Cuadro VIII.3

CUMPLIMIENTO DE LAS EMPRESAS EMISORAS DE LA BOLSA MEXICANA DE VALORES CON LA RECOMENDACIÓN DE FUNCIONES DEL CÓDIGO DE MEJORES PRÁCTICAS CORPORATIVAS PARA LOS CONSEJOS DE ADMINISTRACIÓN. JUNIO, 2002

No.	Función	% de empresas emisoras
i.	Establecer la visión estratégica de la sociedad. (1)	55
ii.	Asegurar que los accionistas y el mercado tengan acceso a la información pública de la sociedad. (10)	21
iii.	Establecer mecanismos de control interno. (4)	30
iv.	Asegurar que la sociedad cuenta con los mecanismos necesarios que permitan comprobar que cumple con las diferentes disposiciones legales que le son aplicables. (7)	24
v.	Evaluar regularmente el desempeño del director general y de los funcionarios de alto nivel de la sociedad. (6)	26

Fuente: Elaborado con datos publicados por la Bolsa Mexicana de Valores.

El CMPC del CCE revisó y modificó el código vigente desde 1999, con el fin de reflejar los cambios ocurridos en la nueva LMV y los cambios legales en Estados Unidos, en particular la Ley Sarbanes-Oxley. Las funciones recomendadas en el nuevo CMPC fueron ampliadas en relación con el original, pasando de 5 a 11 (cuadro VIII.5).

Integración del consejo de administración (CA). En el ámbito académico, el interés de los investigadores se ha centrado en dos características: 1) tamaño del CA y 2) composición o integración del CA (Denis, 2001). Viscencio (2003) encontró que el número de consejeros de las empresas listadas en la BMV de ese año era en promedio 10, número dentro de la recomendación de 5 a 15 consejeros hecha por el CMPC de esa época. El rango de la muestra estudiada fue de 1 a 21 consejeros. El CMPC actual recomienda entre 3 y 15 consejeros, aunque la LMV permite hasta 21. El CMPC también recomienda que de preferencia no haya consejeros suplentes; desde el punto de vista de la ley, los consejeros suplentes son permisibles.

De acuerdo con el Board Index de la revista *Líderes Mexicanos*¹³ (Eggers, 2007), el número promedio de consejeros de las 131 empresas incluidas en el estudio fue 11, con un rango de 3 a 20. Los consejeros patrimoniales contabilizaron en promedio un 43,2% del total, y el porcentaje promedio de consejeros que representan intereses familiares fue 29,9. El número de consejeros independientes como porcentaje del total de consejeros ascendió en promedio a 38,9%. Esta cifra es interesante porque excede al mínimo de 25% estipulado tanto por el artículo 23 de la LMV vigente, como por el CMPC (2006). Conviene agregar que un total de 20 empresas estuvo por debajo del 25%, y 16 de ellas reportaron no tener consejeros independientes.

¹³ La muestra de la encuesta incluyó 131 empresas; 32 no listadas (incluyendo una deslistada) y 99 listadas.

Cuadro VIII.4
FUNCIONES DEL CONSEJO DE ADMINISTRACIÓN, SEGÚN LA LEY
DEL MERCADO DE VALORES VIGENTE

-
1. Establecer estrategias generales para la sociedad o persona morales que controle.
 2. Aprobar políticas y lineamientos para el uso de los bienes que integren el patrimonio de la sociedad.
 3. Las operaciones con personas relacionadas y las operaciones inusuales o no recurrentes.
 4. El nombramiento, elección y, en su caso, destitución del director general de la sociedad y su retribución integral, así como las políticas para la designación y retribución integral de los demás directivos relevantes.
 5. Las políticas para el otorgamiento de mutuos, préstamos o cualquier tipo de créditos o garantías a personas relacionadas.
 6. Las dispensas para consejeros y directivos para aprovechar oportunidades de negocio para sí o a favor de terceros, que correspondan a la sociedad.
 7. Lineamientos en materia de control interno.
 8. Las políticas contables de la sociedad; los estados financieros de la sociedad.
 9. La contratación del auditor externo.
 10. Vigilar la gestión y conducción de la sociedad y el desempeño de los directivos.
 11. Presentar a la asamblea general de accionistas que se celebre al cierre del ejercicio social: los informes de los comités de auditoría y de prácticas societarias y el informe anual del director general.
 12. Dar seguimiento a los principales riesgos a los cuales está expuesta la sociedad con base en la información proporcionada por los diferentes comités relacionados con los riesgos correspondientes.
 13. Aprobar las políticas de información y comunicación con los accionistas y el mercado, así como con los consejeros y directivos relevantes.
 14. Determinar las acciones que correspondan con el fin de subsanar las irregularidades que sean de su conocimiento e implementar las medidas correctivas correspondientes.
 15. Establecer los términos y condiciones a los que se ajustará el director general en el ejercicio de sus facultades de actos de dominio.
 16. Ordenar al director general la revelación al público de los eventos relevantes de que tenga conocimiento.
 17. Vigilar el cumplimiento de los acuerdos de la asamblea de accionistas.
-

Fuente: Ley del Mercado de Valores. Junio de 2007.

Cuadro VIII.5
FUNCIONES DEL CONSEJO DE ADMINISTRACIÓN, SEGÚN EL CÓDIGO
DE MEJORES PRÁCTICAS CORPORATIVAS

I.	Establecer la visión estratégica.
II.	Vigilar la operación de la sociedad.
III.	Nombrar al director general y a los funcionarios de alto nivel de la sociedad, así como evaluar y aprobar su gestión.
IV.	Cerciorarse de que todos los accionistas tengan un trato igualitario, se protejan sus intereses y se les dé acceso a la información de la sociedad.
V.	Promover la emisión y revelación responsable de la información, así como la transparencia en la administración.
VI.	Promover el establecimiento de mecanismos de control interno y de aseguramiento de la calidad de la información.
VII.	Establecer las políticas y aprobar las operaciones con partes relacionadas, así como decidir sobre la contratación de terceros expertos que emitan su opinión al respecto.
VIII.	Cerciorarse de que la sociedad cuente con los mecanismos necesarios que permitan comprobar que cumple con las diferentes disposiciones legales que le sean aplicables.
IX.	Promover que la sociedad sea socialmente responsable, declare sus principios éticos de negocio y considere a terceros interesados en la toma de decisiones.
X.	Promover la revelación de hechos indebidos y la protección a los informantes.
XI.	Dar certidumbre y confianza a los inversionistas y a los terceros interesados sobre la conducción honesta y responsable de los negocios.

Fuente: Consejo Coordinador Empresarial, Código de Mejores Prácticas Corporativas, México, D. F., 2007.

Quando se consideran sólo las empresas listadas, los consejeros independientes suman el 40,4% del total, con 5 empresas que informan tener menos del 25% que establece la ley y sólo una reportó no contar con consejeros independientes. En el caso de las empresas no listadas, los consejeros independientes contabilizan el 6% del total de consejeros, claramente por debajo del 25% sugerido por el CMPC. De estas empresas sólo dos reportaron tener menos del 25% de consejeros independientes y 13 empresas informaron no tener consejeros independientes. En este caso, conviene notar que las empresas privadas no están obligadas por ley a tener consejeros independientes, por lo que muchas de ellas optan por no tenerlos. Claramente, esta es un área que debe mejorar pues los consejeros independientes pueden aportar mucho a la mejor gestión de un negocio familiar, como es el caso de la mayoría de las empresas mexicanas.¹⁴

¹⁴ Los consejeros más nombrados de México según Husted y Serrano (2003) eran Agustín Santamaría (John Deere) Fernando Senderos Mestre (Desc), Lorenzo Zambrano (Cemex) y Bernardo Quintana Isaac (ICA), con asientos en 11 consejos distintos; y Dionisio Garza Medina (Alfa) con asientos en 10 consejos. Para el año 2007, según la revista *Líderes Mexicanos*, el panorama había cambiado drásticamente y aparecía Claudio X. González

Un aspecto que valdría la pena evaluar es la efectividad de los consejeros que participan en más de 5 o 6 consejos distintos, como es el caso de algunas empresas de los principales grupos familiares. Sin embargo, esas empresas se caracterizan por ser de las más exitosas en el panorama de negocios de México.

Estructura de los consejos de administración (CA). En el contexto mexicano, la estructura del CA se refiere a características organizacionales relacionadas con las funciones de auditoría, evaluación, compensación, finanzas y planeación, así como a los organismos intermedios en los que el consejo típicamente delega la realización de tales funciones (CMPC, 2006). El Código recomienda que los órganos intermedios o comités sólo sean establecidos cuando se identifique un objetivo claro para cada uno de ellos y que sus miembros estén libres de conflictos de interés. También se sugiere que los comités sean conformados exclusivamente por consejeros independientes, aunque permite que esto se haga gradualmente. Los comités deben tener al menos 3 miembros y un máximo de 7, e informar trimestralmente al CA sobre su actividad; además, el comité de auditoría debe ser presidido por un consejero independiente. La LMV establece en el artículo 42 que el CA podrá apoyarse para el desempeño de sus funciones de vigilancia en uno o más comités, particularmente en materia de prácticas societarias y de auditoría. El artículo 43 estipula que los presidentes de los comités de prácticas societarias y de auditoría serán designados y/o removidos por la asamblea general de accionistas y que no podrán ser, al mismo tiempo, presidentes del CA. Los comités deberán preparar un informe anual de actividades y presentarlo al CA. Los atributos que deben cumplir los candidatos a presidentes de estos comités para ser seleccionados son experiencia, capacidad reconocida y prestigio profesional.

En el estudio citado previamente sobre el cumplimiento de las empresas emisoras con el CMPC (1999) (Viscencio, 2003), el 72% reportó contar con comités de compensación y evaluación, y de planeación y finanzas. La participación de personas ajenas al CA en los comités parecía estar muy extendida, pues sólo el 43% de las empresas reportó la participación de sus consejeros propietarios en tales órganos intermedios. Con relación a la recomendación de que los comités tuvieran entre 3 y 7 miembros, el 57% de las empresas emisoras reportó cumplir con esta recomendación. La participación de consejeros independientes en los comités era relativamente baja en esa época, y sólo el 25% de las empresas reportó que sus comités cumplían con la recomendación del código. Respecto a la recomendación de que el comité de auditoría sea presidido por un consejero independiente, la evidencia empírica apunta a que el cumplimiento era bajo, pues solamente el 27% de las empresas corroboró que este era el caso.

Información más reciente del Board Index de la revista *Líderes Mexicanos* (Eggers, 2007) indica que el 83, 60, 31 y 35% de las 131 empresas incluidas en el estudio cuentan con comités de auditoría, prácticas societarias, evaluación y compensaciones, y finanzas y planeación,

Laporte (Kimberly Clark) con asientos en 13 consejos; y Carlos Slim Helú (Telmex), Carlos Slim Domit (Grupo Carso), Patrick Slim Domit (Amtel) y Lorenzo Zambrano (Cemex) con asientos en 9 CA. Algunos de estos consejeros están en los consejos de varias empresas del grupo familiar, como es el caso de los señores Slim, en particular el señor Slim Helú es presidente vitalicio en los consejos de siete negocios de su emporio empresarial.

respectivamente (cuadro VIII.6).¹⁵ En el caso de las 99 empresas listadas incluidas en la muestra, el 90, 58, 31 y 35% reportó contar con estos comités en el mismo orden. Para el caso de las 32 empresas no listadas incluidas en la muestra, sólo el 15, 2, 2 y 4% de ellas indicó contar con estos comités, en el mismo orden indicado antes. Existe la posibilidad de que estas empresas no listadas tengan los comités pero no hayan querido revelar la información y, siendo privadas, están en su derecho de no informar al público.

b) La compensación ejecutiva en México

Como ya se señaló, una de las principales funciones de los CA es diseñar, aprobar y establecer los paquetes de compensación del equipo de alta dirección. La compensación ejecutiva es considerada como uno de los principales mecanismos de que dispone el CA para alinear los objetivos personales de los administradores con los de los accionistas y reducir el conflicto de interés inherente y, en consecuencia, los costos de agencia asociados con conductas de autoservicio por parte de los administradores.

A diferencia de lo que ocurre en países como Estados Unidos, en México la compensación para ejecutivos no familiares usualmente no ha incluido acciones ni tampoco opciones de acciones, para evitar la dilución del control familiar de los negocios. En entrevistas con empresarios, ejecutivos y consultores de las principales firmas especializadas en compensación, se logró establecer que –en general– las prácticas de compensación ejecutiva en México, comparadas con las de otras partes del mundo más desarrolladas, son aún incipientes. Las razones que se esgrimen incluyen que son pocas las empresas que cotizan en bolsa y que requieren revelar los esquemas y decisiones de compensación. Aunque los empresarios, al menos los asociados con grandes empresas, tienen claro que la compensación debe estar alineada a la estrategia de negocios de sus empresas, en muchos casos se tiene un conocimiento muy limitado de cómo se puede utilizar la compensación para comprometer a los ejecutivos con la estrategia de negocios.

El esquema típico de compensación en México incluye elementos tangibles, como efectivo, incentivos de corto y largo plazo, y beneficios pasivos y activos (cuadro VIII.7). Adicionalmente, se incluyen elementos intangibles que representan recompensas, como plan de vida y carrera, estilos de vida y trabajo, crecimiento y desarrollo, etc.

Finalmente, en el año 2008, la estructura promedio de compensación de los directores ejecutivos incluye 48, 15 y 37% para sueldo base, incentivos de corto plazo e incentivos de largo plazo, respectivamente. En el caso de otros directores, la mezcla de compensación es aproximadamente 60, 10 y 30% para las mismas categorías.¹⁶

La compensación de los consejeros de administración (CA). En una encuesta realizada a principios de 2008 por una importante firma internacional de consultoría,¹⁷ que incluyó a 8 empresas grandes, se encontró que alrededor de la mitad de ellas remuneraban a sus consejeros mediante pagos anuales además de pagos por sesiones. Los pagos pueden ser en efectivo

¹⁵ Algunas de ellas combinan en un solo comité las funciones de varios, en particular está muy extendida la práctica de combinar las funciones de auditoría y prácticas societarias.

¹⁶ Se solicitó mantener en el anonimato a la firma.

¹⁷ Se solicitó mantener en el anonimato a la firma.

Cuadro VIII.6
PORCENTAJE DE EMPRESAS CON DIFERENTES COMITÉS
EN SUS CONSEJOS DE ADMINISTRACIÓN

Clase de comité	Total de empresas		Empresas listadas		Empresas no listadas	
	Cantidad	%	Cantidad	% ^a	Cantidad	% ^b
Auditoría	109	83	90	91	15	47
Prácticas societarias	60	46	58	59	2	6
Evaluación y compensación	31	24	31	31	2	6
Finanzas y planeación	35	27	35	35	4	13

a. Porcentaje sobre las 99 empresas listadas incluidas en el estudio.

b. Porcentaje sobre las 32 empresas no listadas incluidas en el estudio.

Fuente: Elaborado con datos del Board Index de la revista *Líderes Mexicanos*, 2007.

Cuadro VIII.7
COMPONENTES TÍPICOS DE LA COMPENSACIÓN EJECUTIVA EN MÉXICO

Tipo de compensación	Componente
En numerario	Sueldo base
Corto plazo variable	Bono por desempeño anual
Incentivos a largo plazo	Bono por desempeño estratégico
Beneficios pasivos	Retiro, servicios de salud, vacaciones
Beneficios activos	Acción de club, comedor ejecutivo, autos

Fuente: Elaborado con los datos obtenidos en entrevistas del autor con consultores especializados en compensación.

o siguiendo la antigua tradición de pagar con centenarios.¹⁸ El pago anual promedio se ubicó alrededor de \$90.000. El pago promedio por sesión es de alrededor de \$27.000 y el número promedio de sesiones de consejo por año asciende a 4,4. Algunas empresas otorgan beneficios adicionales que incluyen seguro de gastos médicos, viajes en primera clase, descuentos en productos de la compañía y seguro de responsabilidad.¹⁹

¹⁸ El centenario es una moneda mexicana de oro cuya acuñación se inició en 1921 para conmemorar el primer centenario de la Independencia de México. La moneda tiene un peso de 1,20565 Oz y una pureza de 0,900. Su valor oscila con el precio internacional del oro (\$16.000 mexicanos el 18 de febrero de 2009). *Fuente:* Banco de México.

¹⁹ De acuerdo con información obtenida en entrevistas realizadas por el autor con consejeros mexicanos, es frecuente que los consejeros sean enviados a participar en programas de educación ejecutiva de GC en universidades prestigiosas de Estados Unidos.

c) *Sistema de control interno*

El CMPC trata el control interno como parte de la función de auditoría y establece que éste constituye una herramienta del CA para asegurarse de que la empresa opere dentro de un ambiente general de control, que dé mayor certidumbre de que lo acordado se lleva a efecto cabalmente. El Código define el sistema de control interno como “el proceso que ejecuta la administración para evaluar operaciones específicas y que se diseña para proveer una seguridad razonable de la efectividad y eficiencia de las mismas, la confiabilidad de la información financiera y el cumplimiento de leyes y regulaciones; su estructura incluye las actividades de control, la valoración de riesgos, la información y la comunicación, así como la vigilancia”. Esta definición va más allá de la función de auditoría y se adentra en la definición de control como un elemento fundamental del proceso administrativo (Rue *et al.*).

En México, la única información pública que existe respecto a los sistemas de control interno está relacionada con la función de auditoría, incluyendo la interna y la externa. De la información reportada por las empresas emisoras a la BMV en el año 2002, se desprende que el 81% de las empresas aseveró que los honorarios pagados al auditor externo no representaban más del 20% de los ingresos de éste. Asimismo, el 73% de las empresas indicó que rotaban a sus auditores externos por lo menos una vez cada seis años. En ese año, los reportes de adhesión al CMPC vigentes indicaban que sólo el 14% de las empresas contaba con un área de auditoría interna, lo cual muy probablemente es indicativo de un problema de revelación de información, pues es difícil imaginar que empresas que cotizan en bolsa no tengan este importante mecanismo de control (Viscencio, 2003). Por último, en ese mismo año, el 85% de las empresas reportó que sistemáticamente se revisaba el cumplimiento de las disposiciones legales aplicables y que se mantenía informado al CA con la periodicidad adecuada.

Basados en la información del cuadro VIII.7, el 91% de las 99 empresas listadas en la BMV reportó contar con un comité de auditoría, mientras que sólo el 47% de las empresas no listadas informó tenerlo; con relación a este último dato cabe aclarar que es común que las empresas no listadas se reserven el derecho de no contestar preguntas (Eggers, 2007).

C. LA ESTRUCTURA DE LA PROPIEDAD EN MÉXICO

Denis y McConnell (2003) definen la estructura de la propiedad como “las identidades de los accionistas de las empresas y el tamaño de sus posiciones”.²⁰ La estructura de la propiedad se refiere específicamente al tamaño de la posición accionaria que tengan los tenedores individuales o en grupos de las acciones de la compañía. Se entiende por una estructura de propiedad concentrada aquella situación en donde unos cuantos accionistas poseen una posición de control de las acciones en una empresa. La propiedad fragmentada o diluida se refiere al caso en que las acciones de una empresa están en manos de un gran número de personas.

Una importante predicción de la teoría de la agencia, desarrollada por Jensen y Meckling (1976), establece que bajo el esquema de separación de la propiedad (accionaria) y el control (gestión) del negocio, existe el potencial de que surjan conflictos de interés entre estos dos grupos, debido a una posible desalineación de los intereses perseguidos por cada parte.

²⁰ Traducción adaptada por el autor.

Mientras mayor es la magnitud del conflicto, menor la rentabilidad para los accionistas por las extracciones de riqueza que los administradores realizan en perjuicio de los propietarios. La escala de la extracción potencial es aún mayor en empresas cuya propiedad accionaria está fragmentada o altamente dispersa. Los mismos autores también reconocen que cuando el accionista o grupo de accionistas se encarga directamente de la gestión del negocio tal conflicto de interés desaparece y ya no existe motivo para expropiaciones, reflejándose en un mejor desempeño de la empresa. Sin embargo, en este contexto, surge otro conflicto de interés entre los accionistas que tienen el control y los accionistas minoritarios, a menudo, los primeros facilitan los intentos de expropiación en detrimento de estos últimos. Este es el caso más común en México.

La literatura sobre GC publicada en los últimos 20 años indica que la estructura de la propiedad alrededor del mundo está menos concentrada en países como Estados Unidos, Reino Unido, Alemania y Japón, que en el resto del mundo, donde la propiedad tiende a estar altamente concentrada (La Porta *et al.*, 1999). De acuerdo con algunas evidencias encontradas por los investigadores del tema, la propiedad está menos concentrada en países con marco legal del tipo “ley común” (*common law*), que en países con marco legal basado en el derecho napoleónico (La Porta *et al.*, 1998). En el caso de México el código legal es napoleónico, la estructura de propiedad empresarial es familiar y concentrada en pocas familias, tanto en empresas públicas como en empresas privadas. Dado que los estudios reportados en la literatura corresponden a empresas públicas, a continuación se analiza la estructura de propiedad de las empresas públicas en México.²¹

1. La estructura de la propiedad de las empresas públicas

En América Latina, la mayoría de las firmas que cotizan en las principales bolsas de valores se caracteriza por tener la estructura de propiedad altamente concentrada (Lefert y Walker, 2000; Castañeda, 2000). México no es la excepción; las empresas que cotizan en la bolsa de valores son las más grandes del país y es usual que estén constituidas como conglomerados o consorcios con un elevado grado de diversificación. Es frecuente que la palabra “grupo” aparezca en la razón social del consorcio; por ejemplo, Grupo Alfa, Grupo Vitro, Grupo Industrial Saltillo, por mencionar algunos.

De acuerdo con el Board Index (Eggers, 2007), la propiedad del capital común está más concentrada en el caso de las empresas no listadas que en las listadas (cuadro VIII.8). Los accionistas mayoritarios de las empresas no listadas concentran el 94,2% de la propiedad accionaria, mientras que en las empresas listadas el porcentaje de propiedad es de 65,8. Esto es consistente con los patrones de propiedad de las empresas familiares, particularmente cuando las empresas son privadas. Los rangos de estas cifras de concentración de la propiedad son bastante amplios.

El cuadro VIII.9 muestra la estructura de propiedad tanto de las empresas listadas como de las no listadas. La participación de los tenedores de acciones en los CA se ubica alrededor

²¹ Las empresas privadas no tienen obligación de revelar información al público e inversionistas y han sido poco estudiadas debido a la dificultad para obtener datos.

Cuadro VIII.8
ESTRUCTURA DE LA PROPIEDAD DE EMPRESAS LISTADAS Y NO LISTADAS
EN LA BOLSA MEXICANA DE VALORES^{1,2}

Tipo de empresa	Media %	Rango %	Desviación estándar %
Empresa listada	65,8	12,9 - 99,9	19,3
Empresa no listada	94,2	51,0 - 100,0	12,6
Todas las empresas	72,8	12,9 - 100,0	21,6

1. Participación de los accionistas mayoritarios o grupo con el control en el capital social.

2. Empresas listadas 99; empresas no listadas 32.

Fuente: Elaborado con datos del Board Index de la revista *Líderes Mexicanos*. Abril, 2007.

Cuadro VIII.9
PROPORCIONES MEDIAS DE LOS DIFERENTES TIPOS DE CONSEJEROS PROPIETARIOS

Tipo de consejero ¹	Empresas listadas	Empresas no listadas	Todas las empresas
	%	%	%
Patrimoniales ²	43,1	44,1	43,2
Familiares ³	31,7	21,3	29,9
Relacionados internos ⁴	17,6	28,1	19,6
Relacionados externos ⁵	31,6	31,6	31,6
Independientes	41,0	29,7	38,9
Extranjeros	6,8	20,5	9,3

1 Los porcentajes no suman 100 debido a que los tipos de consejeros no son excluyentes.

2 Accionistas con más del 1% de propiedad accionaria.

3 Incluye padres, hermanos, abuelos, tíos y primos hasta tercer grado; también esposos, yernos, nueras y concubinas de los accionistas y/o miembros del consejo de administración de la empresa emisora.

4 Funcionarios, ejecutivos y empleados de la empresa.

5 Familiares, clientes o proveedores relevantes y funcionarios de empresas en consejos de administración, donde participan el presidente o funcionarios relevantes de la empresa.

Fuente: Elaborado con datos del Board Index de la revista *Líderes Mexicanos*. Abril, 2007.

del 43% para ambos tipos de empresas, mientras que la participación de algún miembro de la familia con posición mayoritaria en las empresas listadas es de 31,7%, y sólo un 23,1% en el caso de las empresas no listadas. La participación de los ejecutivos o empleados en los CA es relativamente pequeña en ambos tipos de empresas, lo que implica que las sillas de los CA están ocupadas mayormente por familiares y consejeros independientes. Es interesante observar que el porcentaje de consejeros independientes en las empresas no listadas es mayor al 25% que exige la LMV a las empresas listadas. También llama la atención que la participación

de extranjeros en los CA de las empresas no listadas es tres veces mayor que en las listadas. A manera de hipótesis, la cual tendría que ser probada mediante investigación, se sugiere que esto ocurre porque muchos grupos industriales privados tienen alianzas estratégicas o coinversiones con empresas extranjeras. A menudo, la participación accionaria de los extranjeros es minoritaria, pero suficientemente grande como para poner una o más personas en el CA.

Las cifras presentadas en los cuadros VIII.8 y VIII.9 son congruentes y han cambiado poco respecto de aquellas encontradas por Babatz (1997). Este autor estudió 25 empresas que cotizaban con ADR en la Bolsa de Valores de Nueva York y halló que, en promedio, el 63,7% de los accionistas sostenían una posición de control en los CA de dichas empresas.

En conclusión, los datos empíricos disponibles indican que la estructura de propiedad en México continúa siendo altamente concentrada y en manos principalmente de miembros de una o pocas familias, lo cual es congruente con los resultados de las investigaciones citadas antes en esta sección. En este sentido, no se ven cambios en un futuro cercano. Más aún, una de las diferencias entre el CMPC y los códigos de otros países es precisamente que éste reconoce que las empresas en México son familiares y que continuarán siéndolo.

D. GOBERNANZA CORPORATIVA Y EL DESARROLLO DE LOS MERCADOS DE CAPITALES EN MÉXICO

Recientes investigaciones académicas indican que la protección legal de los accionistas y acreedores es fundamental para el desarrollo profundo de los mercados de capitales, a través de la construcción de un andamiaje institucional que incluye el desarrollo de bancos y bolsas de valores, de una infraestructura legal promotora de negocios y la creación de mecanismos reguladores compatibles con las mejores prácticas corporativas (Chong y López-de-Silanes, 2006).

En esta sección se analiza el sistema financiero mexicano y, en particular, los principales actores de los mercados de capitales en México y su relación con la GC a la luz del modelo de agencia. Se enfatiza el mercado bursátil por tratarse del mercado de capitales más sensible a la presencia de mejores prácticas corporativas en la empresa y uno de los principales promotores de la GC. Los mercados de capitales en México incluyen los de las bolsas de valores y derivados, los de deuda soberana y no soberana, el de finanzas estructuradas, el de bienes raíces y el de capital privado. Los principales actores son los bancos, los fondos de pensiones, las sociedades de inversión y las sociedades financieras de objeto limitado (Sofoles).

1. La Bolsa Mexicana de Valores (BMV)

Dado que el concepto de GC se origina en el seno del mercado accionario público, la BMV es un mercado de capitales en donde la incidencia e impacto de este concepto es fundamental. Se reconoce, sin embargo, que la GC es sólo un factor de muchos otros que afectan el desarrollo de éste y otros mercados de capitales.

Aunque las actividades de bolsa se remontan al año 1875, en 1975 entra en vigor la Ley del Mercado de Valores (LMV) y la bolsa adquiere el nombre de BMV. Desde enero de 1999, el mercado de valores ha sido operado mediante el sistema electrónico de negociación BMV-Sentra Capitales. El 13 de junio de 2008, la propia BMV se enlista y se convierte en una So-

iedad Anónima Bursátil de Capital Variable (SAB de CV), mediante una oferta pública inicial de sus acciones, bajo la clave de pizarra “Bolsa”.

El cuadro VIII.10 proporciona una panorámica de la actividad de la BMV durante el periodo 2003-2007. La capitalización bursátil doméstica mostró un crecimiento saludable durante todo el periodo del análisis; de hecho, durante el periodo 2003-2006, el crecimiento fue alrededor del 42% en promedio. En el año 2007, el crecimiento experimentó una fuerte caída alcanzando sólo un 14%. Dada la profunda crisis²² que las bolsas del mundo experimentaron en el segundo semestre del año 2008, cabría esperar que la capitalización de las empresas nacionales experimente un decrecimiento también en 2009, pues las pérdidas de valor en la bolsa han sido cuantiosas.

Desde el año 2004 la tendencia en capitalización extranjera ha exhibido una fuerte baja lo que, conjuntamente con la disminución de la capitalización bursátil doméstica en el año 2007, resulta en una caída en la capitalización total de la BMV. La capitalización bursátil total muestra un descenso por el fuerte impacto de la capitalización extranjera.

De las cifras del cuadro VIII.10 se desprende que la BMV requiere incrementar de manera considerable el número de sociedades listadas, mientras más pronto mejor, pues esto repercutiría favorablemente en la capitalización bursátil y en los montos de operación de instrumentos de renta variable y fija. De hecho, los cambios recientes a la LMV buscan promover una mayor participación de empresas emisoras, mediante un mecanismo que permite a aquellas interesadas acercarse al estatus de sociedad anónima bursátil en forma gradual. El efecto de tal ley sobre el número de emisoras es incierto a la fecha y tomará varios años en manifestarse como una tendencia robusta. Por otro lado, si la BMV desea ser factor en el mercado de instrumentos de renta fija, necesita replantear su estrategia de negocios al respecto ya que la actual es claramente inadecuada, tanto en términos de tamaño de la actividad como de estabilidad de la misma.

a) *Cotización mediante ADR de empresas mexicanas en Estados Unidos*

En febrero de 2009, 54 empresas mexicanas cotizaban en varias bolsas de valores de Estados Unidos mediante los llamados ADR (*American Depositary Receipts*), que representan Certificados de Participación Ordinarios (CPO) de acciones comunes de varios tipos de series²³ mexicanas. La capitalización bursátil en ADR ascendió a US\$53.316, lo que representa alrededor del 13% de la capitalización bursátil doméstica de la BMV, un porcentaje considerable. Evidencia de investigación reciente muestra que las empresas mexicanas que eligen listarse mediante ADR en Estados Unidos exhiben desempeños financieros *ex post*, al registro, significativamente más débiles que las empresas mexicanas que siendo elegibles optaron por no listarse (Davis-Friday *et al.*, 2005). Esto significa en general malas noticias para las empresas que pretendan cotizar mediante ADR.

²² La crisis de 2008-2009 refleja el impacto del fiasco de las hipotecas *subprime* y la recesión de la economía en Estados Unidos.

²³ Debido a que las acciones A son exclusivas para inversionistas mexicanos, éstas son convertidas primero en CPO, los cuales son convertibles en ADR.

Cuadro VIII.10
RESUMEN DE LOS PRINCIPALES INDICADORES DE LA BOLSA MEXICANA
DE VALORES¹

Concepto	2007		2006		2005		2004		2003	
	\$	%*	\$	%	\$	%	\$	%	\$	%
Capitalización bursátil doméstica	397.725	14	348.345	46	239.152	41	170.142	39	122.546	–
Capitalización bursátil extranjera	393.524	-23	510.103	26	403.888	64	246.636	–1	249.028	–
Capitalización bursátil total	791.249	-8	858.448	33	643.040	54	416.779	12	371.575	–
Número de sociedades nacionales listadas	124	-6	132	-12	150	-1	151	–4	158	–
Monto operado en acciones por soc. nacionales	144.752	74	82.972	58	52.645	20	43.801	82	24.009	–
Monto total operado en renta fija ²	270	-31	392	91	206	13	182	–80	902	–

1 Cifras al final del año. Todas las cifras en millones de dólares, excepto el número de sociedades.

2 Incluye valores domésticos de los sectores público y privado, y valores extranjeros.

Fuente: Informes Anuales de la Federación Iberoamericana de Bolsas.

Es útil mencionar que si bien la cotización por medio de ADR plantea ventajas obvias de financiamiento externo e imagen, y desventajas de costos y cumplimiento con requerimientos de GC más exigentes para las empresas emisoras, desde un punto de vista del desarrollo y profundidad de los mercados de capitales locales de México, ésta representa una situación poco halagüeña pues el capital accionario cotiza en el extranjero. Además, representa un reconocimiento tácito del bajo grado de desarrollo de los mercados de capitales locales.

b) La Bolsa Mexicana de Valores (BMV) y otros mercados bursátiles de América Latina

El análisis del mercado bursátil hasta ahora ha considerado las tendencias en los principales indicadores propios de la BMV. Enseguida, se proporciona información para comparar tales indicadores con las cinco bolsas más grandes en términos de capitalización de América Latina.

En cuanto a la capitalización bursátil doméstica, la BMV es la segunda más grande de América Latina (cuadro VIII.11), detrás de Bovespa²⁴ de Brasil. Como muestran las cifras

²⁴ Bolsa de Valores de São Paulo.

Cuadro VIII.11
CAPITALIZACIÓN BURSÁTIL DOMÉSTICA DE VARIOS PAÍSES
DE AMÉRICA LATINA (Millones de dólares)¹

País	2007		2006		2005		2004		2003	
	\$	%	\$	%	\$	%	\$	%	\$	%
Argentina	57.070	11	51.240	8	47.590	17	40.505	16	35.024	–
Brasil	1.369.711	93	710.247	50	474.647	44	330.546	46	226.028	–
Chile	212.910	22	174.419	28	136.493	21	113.073	31	86.344	–
Colombia	101.956	81	56.204	11	50.501	105	24.587	74	14.142	–
México	397.725	14	348.345	46	239.152	41	170.142	39	122.546	–
Perú	67.640	70	39.887	66	23.992	34	17.883	27	14.082	–

1 Cifras al final del año.

Fuente: Elaborado con los Informes Anuales de la Federación Iberoamericana de Bolsas.

del mismo cuadro, la bolsa de Brasil ha experimentado tasas de crecimiento consistentemente más altas que la mexicana. En el año 2007, la bolsa de Brasil creció a una tasa de 93%, mientras que la bolsa de México lo hizo a una tasa de tan sólo 14%. Más adelante se mostrará evidencia de que la principal razón del desempeño brasileño fueron los segmentos especiales de Bovespa, denominados Nivel 1, Nivel 2 y Novo Mercado.

c) La Bolsa Mexicana de Valores (BMV) y la gobernanza corporativa (GC)

La BMV, conjuntamente con el CCE, es uno de los principales promotores de la GC en el país, a través del CMPC (1999). El CMPC incluye un apéndice con un cuestionario cuyo propósito es medir el grado de adhesión a las recomendaciones del código por parte de las empresas listadas. La BMV exige, con carácter de obligatoriedad, que las empresas listadas llenen este reporte anualmente. La última versión del cuestionario, que refleja los cambios más recientes hechos al CMPC, comenzó a ser utilizada por las empresas en 2008 y la BMV aún no reporta resultados al respecto. Hasta el momento, este cuestionario representa el principal instrumento de GC a nivel de empresa individual con que cuenta México.

Resulta interesante señalar que algunas empresas públicas han decidido incorporar mejores prácticas que van más allá de las recomendadas por el CMPC, porque han observado que esto impacta positivamente sus valuaciones y su acceso a otros tipos de financiamiento (Chong y López-de-Silanes, 2006). Más aún, algunas empresas mexicanas con el fin de mejorar su acceso al financiamiento externo han optado por listarse en otras bolsas del mundo, particularmente estadounidenses como la Bolsa de Valores de Nueva York, Nasdaq y AMEX, mediante el uso de ADR o GDR,²⁵ como ya se discutió anteriormente. Esto pese a que estas bolsas son quizás las más reguladas en el mundo, con altos requerimientos de revelación de

²⁵ Los GDR son *Global Depositary Receipts*, para diferenciarlos de los estadounidenses.

información y prácticas de GC. Según un análisis realizado por Familiar (2003), el grado de adhesión al Código por parte de las empresas listadas es alto, lo que indica que al menos en el caso de éstas ha habido progreso en materia de GC desde que se comenzó con esta actividad.

Al parecer, las autoridades mexicanas y los organismos empresariales han apostado a los cambios recientes en el marco legal para fortalecer no solamente la situación de GC de las empresas listadas, sino también para apuntalar a la BMV. Sin embargo, el impacto de los cambios en la LMV sobre los mercados de capitales es bastante limitado, debido a que aplica sólo para las nuevas sociedades anónimas bursátiles cuyo número es pequeño, como ya se apuntó. De acuerdo con el Censo Económico 2004 realizado por el Instituto Nacional de Estadística y Geografía (Inegi), el número de empresas (unidades económicas) existente en México era alrededor de 3 millones, de las cuales el 95% corresponde a microempresas y pequeños negocios. El otro 5% equivalente a unas 150 mil empresas medianas y grandes que potencialmente podrían beneficiarse de la incorporación de mejores prácticas corporativas, representa un reto para la BMV.

Una posible opción para alcanzar a las empresas privadas e impactar la situación de GC en ellas sería modificar la LGSM, pues esta ley aplica para todas las empresas tanto públicas como privadas. Por supuesto, los cambios en el marco legal representan una condición necesaria para la mejora en la GC de las empresas, pero sería insuficiente si tal esfuerzo no viene acompañado de una adecuada procuración y administración de las leyes correspondientes, vía la Comisión Nacional Bancaria y de Valores (CNBV) que es el organismo regulador responsable. Dada la situación de crisis de seguridad por la que atraviesa el país en la actualidad, se antoja difícil que el sistema judicial esté en condiciones de afrontar el reto de la instrumentación cabal de las leyes comerciales. Así que sería necesario buscar otros caminos para fortalecer este importante mercado de capitales representado por la BMV.

La estrategia para incrementar el número de empresas listadas podría enriquecerse mediante la coordinación con los programas de incubación de empresas y aceleradoras de negocios que están siendo apoyados por la Secretaría de Economía, Nacional Financiera, el Banco de Comercio Exterior y el Consejo Nacional de Ciencia y Tecnología. Dado que en estos programas las empresas afiliadas suman ya miles, el potencial luce promisorio, pues muchas de estas empresas están en etapa de crecimiento acelerado y requieren de inyecciones considerables de capital, aunque cuentan con un acceso a capital de inversión limitado. Hasta ahora, el tema de la GC —que ayudaría mucho a estas empresas en etapa de despegue para incorporarse a los mercados de capitales— no ha sido factor.

Otra opción para incrementar el número de empresas listadas podría ser seguir, total o parcialmente, la iniciativa de los segmentos especiales de Bovespa en Brasil, incluyendo los mercados Nivel 1, Nivel 2 y Novo Mercado. En este caso, las empresas voluntariamente acceden a adoptar mejores prácticas corporativas que van más allá de las exigidas por la legislación vigente, y cuya principal innovación es que las acciones de todas las empresas listadas dentro del programa son ordinarias y con derechos de *tag along*. Adicionalmente, existen requisitos especiales de revelación y calidad de la información financiera de las empresas. Esto ayudaría a construir confianza en el inversionista, particularmente el de pequeña escala. Se reconoce que, dado que la apuesta mexicana fue por el marco legal, sería muy difícil que se instalara una iniciativa con las características del Novo Mercado.

c) Comparación entre los casos de México y Brasil

Las tendencias negativas exhibidas por los principales mercados de valores en América Latina, en lo referente al número de empresas listadas y capitalización, han preocupado a los directivos de las bolsas de valores, autoridades locales, organismos gremiales y organismos internacionales, por las limitaciones que esto impone sobre el desarrollo de los mercados de capitales locales.

Si bien tal preocupación es compartida por todas las partes interesadas de los principales mercados de valores en América Latina, los países que han asumido el liderazgo con iniciativas para tratar de revertir esas tendencias han sido México y Brasil. En el caso de México, las partes interesadas decidieron irse por la vía del marco legal modificando la LMV. Además de tratar de mejorar la protección de los inversionistas minoritarios y la transparencia en lo referente a la revelación de información, la ley reformada busca fortalecer la BMV promoviendo el incremento en el número de empresas listadas. Para esto fueron creadas tres sociedades anónimas, mediante las cuales se espera que el registro en la BMV se realice en forma gradual, desde la sociedad anónima tradicional hasta la sociedad anónima bursátil, que es la que cumple con las normas establecidas por la propia ley en términos de GC.

En el caso de Brasil, los directivos de Bovespa consideraron que buscar las reformas del marco legal tomaría demasiado tiempo y el consenso fue que era necesario actuar lo antes posible, pese a la limitación de las leyes vigentes. La iniciativa Novo Mercado (NM), de diciembre 2000, consistió en listar nuevas empresas que cumplieran con reglas de transparencia y GC más exigentes que las de la legislación corriente. Dado que las empresas a ser listadas en el Novo Mercado tendrían un estatus de transparencia y GC superior a las empresas ya listadas en Bovespa, se ideó un mecanismo de dos niveles progresivos que permitirán a estas últimas llegar voluntaria y gradualmente hasta el Novo Mercado.

Las iniciativas de la BMV y el Novo Mercado son difíciles de comparar, porque la mexicana es una iniciativa legal, mientras que la brasileña es voluntaria. En este sentido, desde un punto de vista de implementación, la iniciativa brasileña es más rápida de ejecutar que la mexicana. Existe similitud entre ambas iniciativas en cuanto al propósito de disminuir la percepción de riesgo del público inversionista para atraer más inversión en valores y desarrollar y profundizar este mercado de capitales, y en que ambas proponen un modelo progresivo para avanzar hacia el cumplimiento total de los requerimientos de transparencia, derechos de los accionistas y GC.

La iniciativa mexicana llegó con varios años de retraso en relación con el Novo Mercado y, dado que se eligió buscar cambios por la vía legal, su implementación será más lenta y ardua porque depende totalmente del aparato regulador/judicial para su instrumentación. Aunque es tentador intentar comparar los tres tipos de sociedades anónimas de la iniciativa mexicana con los segmentos especiales de Bovespa, la comparación es complicada, porque la forma en que fueron concebidas fue distinta y las diferencias en su implantación son considerables.

En el caso mexicano, las tres nuevas sociedades anónimas plantean una ruta gradual para que las empresas lleguen a estar listadas en la bolsa de valores. En el caso brasileño, el Novo Mercado fue creado para listar nuevas empresas y los niveles 1 y 2 fueron concebidos para que las empresas ya listadas tuvieran opciones de llegar a cumplir con los requisitos impuestos y poder listarse en este nuevo segmento de Bovespa, porque el Novo Mercado es más exi-

gente que el mercado tradicional. Esta es una diferencia fundamental. En el caso mexicano, alrededor del 70% de las empresas ya listadas cumplían con los nuevos requerimientos de la LMV, mientras que en Brasil ninguna cumplía por el diseño deliberado del Novo Mercado.

De lo anterior es posible concluir que, desde un punto de vista de los resultados obtenidos por los segmentos especiales de Bovespa, esta iniciativa voluntaria ha resultado más rápida y eficiente para incrementar el número de empresas listadas, la capitalización y el volumen financiero, que la iniciativa legal seguida en el caso mexicano.

2. La banca múltiple en México

En septiembre 2008 existían en el país 43 bancos comerciales,²⁶ además del Banco de México, los bancos de desarrollo y los fideicomisos públicos constituidos por el Gobierno Federal para fomentar actividades económicas específicas. En los últimos dos o tres años han proliferado bancos comerciales asociados principalmente con grandes cadenas detallistas quienes, ante la situación de la escasa oferta de crédito a las empresas por parte de la banca múltiple, optaron por desarrollar sus propios sistemas de financiamiento que, por su volumen, resultaron en la creación de nuevos bancos. Pese al gran número de bancos, la industria está altamente concentrada alrededor de unos cuantos bancos grandes entre los cuales se destacan Banamex, BBVA Bancomer, Santander Serfin, HSBC, Mercantil del Norte, Inbursa y Scotiabank Inverlat.²⁷

La banca múltiple tradicionalmente no ha sido una fuente importante de recursos para las empresas en México. Las razones han sido muchas, siendo la principal el alto costo de los fondos. De acuerdo con la *Encuesta trimestral sobre el financiamiento a las empresas del sector privado* abril-junio, 2008 del Banco de México, la principal fuente de financiamiento para las empresas siguen siendo sus proveedores, pues el 56,5% utiliza este recurso. Sólo el 18% de las empresas utilizan el crédito de la banca comercial, estadísticas que han permanecido estables durante los últimos tres años. Las empresas que no utilizan el crédito de la banca comercial reportaron como principal razón el alto costo de los fondos y la incertidumbre económica. El 71,2% de las empresas que acceden al crédito de la banca comercial reporta que lo utiliza como capital de trabajo, mientras que sólo el 16% lo usa para inversión.

El cuadro VIII.12 proporciona un panorama de la evolución de los principales indicadores de la banca múltiple en el período 2003 a 2008. Los recursos que intermedia la banca múltiple lo convierten en uno de los principales actores de los mercados de dinero y capitales del país. Durante el período 2003 a 2007, los activos, la cartera y los pasivos mostraron tendencias de crecimiento moderado; la captación mostró un comportamiento errático. En el 2008 todos los indicadores mostraron tasas de crecimiento superiores al 20%, con la excepción de la utilidad neta acumulada que aumentó repentinamente un 67%, después de haber exhibido un crecimiento de cero, respecto al año 2007. A 31 de diciembre de 2007, los activos y la cartera de la banca múltiple representaron el 68 y el 39%, respectivamente, de la capitalización de la BMV. En general, la banca múltiple presenta un desempeño favorable durante el período de análisis.

²⁶ Sitio de Internet de la Comisión Nacional Bancaria y de Valores: <http://www.cnbv.gob.mx/>

²⁷ Según el *Boletín estadístico de la banca múltiple*, en septiembre de 2008 estos siete bancos representaron el 91,9% del capital neto y el 88,9% de los activos sujetos a riesgo de la banca comercial CNBV.

Cuadro VIII.12
EVOLUCIÓN DE LOS PRINCIPALES INDICADORES DE LA BANCA MÚLTIPLE
(Millones de dólares)

Concepto	2008		2007		2006		2005		2004		2003	
	\$	%*	\$	%	\$	%	\$	%	\$	%	\$	%
Activos	293.808	23	239.321	12	214.094	13	189.471	10	172.474	7	161.496	-
Cartera total	165.571	28	128.961	16	111.020	12	99.109	11	89.165	-2	90.827	-
Pasivo	253.224	23	205.929	10	187.390	12	167.491	10	152.598	6	143.386	-
Captación total	188.949	21	156.201	2	152.727	8	141.605	5	134.232	5	128.085	-
Utilidad neta acumulada	2.085	67	1.250	0	1.249	30	960	37	700	0	700	-

1 Al cierre del trimestre de marzo de cada año al tipo de cambio imperante.

Fuente: Elaborado con datos de los Boletines de la Comisión Nacional Bancaria y de Valores.

El cuadro VIII.13 muestra la evolución de la cartera de la banca múltiple por tipo de crédito. Los tres rubros con mayor dinamismo son los créditos a la actividad comercial, al consumo y a la vivienda, con tasas de crecimiento altas y relativamente estables. Quizás el crédito al consumo es el más estable, aunque para el año 2008 ya resentía una disminución.

Cuadro VIII.13
EVOLUCIÓN DE LA CARTERA DE LA BANCA MÚLTIPLE POR TIPO DE CRÉDITO
(Millones de dólares)

Concepto	2008		2007		2006		2005		2004		2003	
	\$	%*	\$	%	\$	%	\$	%	\$	%	\$	%
Cartera de crédito	165.571	28	128.961	16	111.020	12	99.109	11	89.165	-2	90.827	-
Actividad comercial	69.302	37	50.657	29	39.350	14	34.665	23	28.207	-4	29.252	-
Entidades financieras	7.705	37	5.605	-8	6.068	53	3.963	59	2.498	5	2.378	-
Consumo	45.094	27	35.488	37	25.868	56	16.565	53	10.852	44	7.551	-
Vivienda	26.546	25	21.244	20	17.648	54	11.442	10	10.385	-7	11.226	-
Entidades gubernamentales	16.923	6	15.966	-8	17.269	14	15.193	-19	18.725	-2	19.176	-
IPAB	0	-	0	-100	4.816	-72	17.281	-7	18.499	-13	21.244	-

1 Al cierre del trimestre de marzo de cada año, al tipo de cambio imperante.

Fuente: Elaborado con datos de los Boletines de la Comisión Nacional Bancaria y de Valores.

Finalmente, los cuadros VIII.14 y VIII.15 muestran la evolución de los principales resultados de la banca múltiple en términos financieros y de rentabilidad. La información sobre el margen financiero, que representa la diferencia entre los ingresos por intereses y los egresos por el mismo concepto, siempre ha estado creciendo a tasas superiores al 20%. Dado que el margen financiero es el principal determinante de la utilidad neta, esto es muy favorable para la banca. Otro aspecto interesante que se desprende de la información de ingresos y egresos por concepto de intereses es que el margen de intermediación oscila históricamente alrededor del 100%. Esta es una de las razones que los críticos de la banca múltiple esgrimen para concluir que las tasas de interés cargadas por los bancos son muy altas y que, por esto, las empresas prefieren otras fuentes de financiamiento para proyectos de inversión de largo plazo. Las comisiones cobradas por la banca múltiple muestran una clara tendencia alcista con tasas de crecimiento muy por encima de la inflación (menos de 5% promedio en los últimos años) lo cual encarece más los servicios bancarios.

Cuadro VIII.14
INDICADORES DE LOS RESULTADOS FINANCIEROS DE LA BANCA MÚLTIPLE
(Millones de dólares)

Concepto	2008		2007		2006		2005		2004		2003		
	\$	%*	\$	%	\$	%	\$	%	\$	%	\$	%	
Ingresos por intereses	9.667	24	7.798	11	-37	7.045	17	6.018	44	4.180	-19	5.129	-
Egresos por intereses	4.510	27	3.542	-1	-107	3.562	8	3.306	48	2.235	-33	3.330	-
Margen financiero	5.158	21	4.257	22	-22	3.483	28	2.712	39	1.944	8	1.798	-
Comisiones netas	1.450	9	1.325	15	-34	1.149	23	932	13	825	15	719	-

1 Al cierre del trimestre de marzo de cada año, al tipo de cambio imperante.

Fuente: Elaborado con datos de los Boletines de la Comisión Nacional Bancaria y de Valores.

Cuadro VIII.15
INDICADORES DE RENTABILIDAD DE LA BANCA MÚLTIPLE %¹

Tipo de rendimiento	2008	2007	2006	2005	2004	2003
ROA ²	2,92	2,12	2,38	2,04	1,66	1,77
ROE ³	21,13	15,41	19,06	17,85	14,43	15,80

1 Al cierre del trimestre de marzo de cada año.

2 Rendimiento sobre los activos (*return on assets*).

3 Rendimiento sobre el capital contable (*return on equity*).

Fuente: Elaborado con datos de los Boletines de la Comisión Nacional Bancaria y de Valores.

El rendimiento sobre el capital invertido, expresado como ROE (*return on equity*) muestra que la banca múltiple en México realiza rentabilidades altas, cuando se compara con la tasa de interés interbancaria de equilibrio (28 días), la cual promedió durante el mismo periodo 7,8%, con un rango de 4,7 a 10,8% y una desviación estándar de 1,3, según cálculos basados en datos del Banco de México publicados en su sitio de Internet. Este rendimiento muestra una tendencia alcista muy favorable para los bancos. Se anticipa que esta rentabilidad se incrementará en periodos futuros pues todos los bancos han incrementado la tasa de interés de los créditos al consumo (tarjetas de crédito). La conclusión aquí es que el negocio rentable para la banca múltiple está en los créditos a la actividad comercial (créditos prendarios de corto plazo), créditos de consumo (tarjetas de crédito) y créditos de vivienda. Dados los márgenes de intermediación tan altos y las consecuentes tasas de interés altas, el crédito para activos fijos seguirá siendo poco atractivo para las empresas, lo cual obstaculiza la formación de capital en la economía. Por esto, las empresas se ven obligadas a buscar otras fuentes de financiamiento, nacionales e internacionales. No se anticipa que esta situación cambie sustancialmente una vez se supere la crisis económica, pues la experiencia con que se cuenta de crisis pasadas nunca la ha cambiado.

a) *La GC de la banca múltiple*

El sistema de GC de la banca múltiple es tratado en los artículos 21 al 26 de la Ley de Instituciones de Crédito.²⁸ La administración de los bancos está encomendada a un CA y a un director general, en sus respectivas esferas de competencia. El CA debe contar con un comité de auditoría con carácter consultivo.

La estructura del CA debe estar integrada por un mínimo de 5 y un máximo de 15 consejeros, de los cuales al menos un 25% debe ser independiente de acuerdo con lo establecido en dicha ley, que es similar a lo considerado por la Ley del Mercado de Valores para las empresas emisoras de acciones. El CA debe reunirse de manera ordinaria una vez al trimestre y de manera extraordinaria cuando ésta sea convocada por el presidente del CA, por un consejero que represente al menos a un 25% de los consejeros y por el comisario. La figura del comisario representa el órgano de vigilancia del CA.

La mayoría de los bancos grandes está listada en la BMV y, por tanto, se les aplica también la LMV que, en lo que toca al sistema de GC, es más restrictiva que la Ley de Instituciones de Crédito. Una indagación realizada por el autor en el sitio web de la BMV encontró que aproximadamente la mitad de los bancos y grupos financieros listados no revelan la información de su CA. Esto apunta a una falla de los órganos que supervisan la actividad de la banca múltiple.

La banca múltiple necesita jugar un papel más protagónico en materia de GC y poner el ejemplo incorporando mejores prácticas corporativas en su operación. Otro aspecto que la banca múltiple podría enfatizar es la oferta de programas de crédito diferenciados en términos del costo financiero, en función de los grados de GC exhibidos por las empresas intere-

²⁸ Publicada como nueva ley el 18 de julio de 1990 en el *Diario Oficial* de la Federación, y reformada por última vez el 1° de julio de 2008 en el mismo diario.

Cuadro VIII.16
DISTRIBUCIÓN DEL CAPITAL EN AFORE POR TIPO DE ACTIVO AL CIERRE DE 2008

Tipo de activo	%
Inversión en renta variable nacional *	5,92
Inversión en renta variable internacional *	4,71
Inversión en deuda privada nacional *	15,62
Inversión en deuda internacional *	5,48
Inversión en valores gubernamentales *	68,27
Total	100,00

* Incluye recursos de Pensión Issste.

Fuente: Comisión Nacional del Sistema de Ahorro para el Retiro, Consar.

sadas en obtener crédito para el crecimiento. De continuar el *statu quo*, algunas empresas seguirán buscando financiamiento en el extranjero —ya sea a través de ADR, GDR o bien colocando instrumentos de deuda— aunque, como ya se estableció previamente, el número de empresas que participa en este tipo de operaciones es pequeño. Para que la banca comercial esté en condiciones de evaluar la situación de GC de las empresas que soliciten crédito, podría utilizar las recomendaciones de la OCDE²⁹ y el CMPC.

3. Los fondos de pensiones

Fundado en 1997, el actual Sistema de Ahorro para el Retiro (SAR) es administrado por las Afore, instituciones financieras privadas que administran los recursos para el retiro a nombre de los trabajadores.³⁰ Las Afore manejan las Siefore, sociedades de inversión especializadas en fondos para el retiro, que se encargan de invertir los fondos para obtener rendimientos de capital. Las Afore deben establecer cinco Siefore, las cuales están organizadas de acuerdo con las edades de los afiliados. Los diferentes tipos de Siefore operan bajo el principio de que la aversión al riesgo de los afiliados aumenta con su edad.³¹ Así pues, mientras más jóvenes son los afiliados, a estas sociedades de inversión se les permite invertir en portafolios o carteras más riesgosas.

²⁹ En la 8ª Mesa Redonda sobre Gobierno Corporativo celebrada a principios de diciembre de 2008 se afinó y finalizó el documento denominado *Latin American White Paper on Institutional Investors and Corporate Governance*, que podría ser utilizado inicialmente como guía por la banca comercial mexicana, si bien una conclusión de la mesa redonda fue que la banca por su importancia requiere un trato especial, separado de los inversionistas institucionales.

³⁰ El sistema de fondos de pensiones se rige por la Ley de los Sistemas de Ahorro para el Retiro, publicada en el *Diario Oficial* de la Federación (DOF) el 23 de mayo de 1996. La última reforma fue publicada en el DOF el 28 de junio de 2007. El órgano regulador es la Comisión Nacional del Sistema de Ahorro para el Retiro (Consar).

³¹ Las Siefore están clasificadas desde la Básica 1 hasta la 5, con afiliados de menos de 27 años, de 27 a 36, de 37 a 45, de 46 a 55, y más de 56 años, respectivamente.

Al cierre de 2008, de acuerdo con información publicada en el sitio de Internet de la Comisión Nacional del Sistema de Ahorro para el Retiro (Consar), organismo regulador de las Afore/Siefore, los recursos administrados por las 21 Afore existentes ascendieron a \$937.442 millones, unos US\$ 67.000³² millones, pertenecientes a 39 millones de cuentas individuales. Esta cifra de recursos representa alrededor de un 16% de la capitalización doméstica de la BMV. El rendimiento promedio para los afiliados ese año fue de 4,47%. La distribución de las inversiones de las Afore se muestra en el cuadro 16, y salta a la vista que las Afore invierten el 89,3% en instrumentos de renta fija, tanto nacionales como internacionales. El 68,3% de los recursos es invertido en papeles del gobierno. El hecho de que sólo alrededor de 10% de los recursos sean invertidos en instrumentos de renta variable obedece a las restricciones que la Consar ejerce sobre las Afore.

La Circular Consar 15-19, publicada en el *Diario Oficial* de la Federación el 9 de julio de 2007, establece de manera muy específica y minuciosa los instrumentos en los que se permite invertir a las Siefore, los porcentajes de los activos netos que pueden ser invertidos y la calidad de los instrumentos concedida por las calificadoras de crédito prescritas en la circular.³³

El impacto que tienen los fondos de pensiones sobre la BMV y otros mercados de renta variable es limitado, porque el porcentaje de los activos netos de las Siefore que la Consar permite invertir en instrumentos de renta variable es muy restringido (cuadro VIII.17). Más aún, las Siefore que pueden invertir en “renta variable” no pueden hacerlo directamente en acciones, sólo en índices. Otros instrumentos de renta variable incluyen obligaciones de empresas, con restricciones específicas sobre calidad crediticia, según el tipo de Siefore. Por esto, la operación de las Siefore ha estado más orientada a la calidad crediticia de los emisores de valores que a su situación de GC.

Cuadro VIII.17
PROPORCIÓN DE LOS ACTIVOS NETOS QUE PUEDEN SER INVERTIDOS
EN INSTRUMENTOS DE RENTA VARIABLE POR LAS SIEFORE

Tipo de Siefore	%
Básica 1	0,0
Básica 2	15,0
Básica 3	20,0
Básica 4	25,0
Básica 5	30,0

Fuente: Circular Consar 15-19, publicada en el *Diario Oficial* de la Federación el 9 de julio de 2007.

³² Se utilizó el tipo de cambio de Mex\$14 por dólar; sin embargo, considerando que el dólar ha incrementado su precio alrededor de 30% en los últimos dos meses, pese a los esfuerzos del banco central por estabilizar el tipo de cambio, esta cifra puede oscilar considerablemente de un día para otro.

³³ Calificadoras tales como Fitch México, Moody's, Standard & Poors's y HR ratings de México.

a) *La GC de las Afore/Siefore*

La Ley de los Sistemas de Ahorro para el Retiro es la que rige a las Afore/Siefore³⁴ de manera primaria, amén de otras leyes que aplican al sector privado. Respecto al sistema de GC de las Afore, el artículo 29 de tal ley establece que “Las administradoras en su CA contarán con consejeros independientes, que serán expertos en materia financiera, económica, jurídica o de seguridad social y no deberán tener ningún nexo patrimonial con las administradoras, ni vínculo laboral con los accionistas que tengan el control o con los funcionarios de dichas administradoras, así como reunir los demás requisitos señalados en esta ley”. Dentro del mismo artículo se establece que los asuntos tratados por el CA deben ser aprobados por mayoría de votos y, adicionalmente, contar con el voto favorable de los consejeros independientes. Fundamentalmente, los consejeros deben aprobar por mayoría de votos: 1) el programa de autorregulación de la administradora, 2) los contratos que la administradora celebre con las empresas con las que tenga nexos patrimoniales o de control administrativo, y 3) los contratos tipo de administración de fondos para el retiro que las administradoras celebren con los trabajadores, los prospectos de información y las modificaciones a éstos.

En el artículo 49 se establece que tanto las Afore como las Siefore son gestionadas por un CA conformado por al menos cinco consejeros, de los cuales dos deben ser independientes y ser designados por los accionistas de la Afore. La proporción de consejeros independientes (40%) debe ser mantenida en caso de que el número sea superior al mínimo.

La ley estipula un mecanismo de control interno denominado “contralor normativo”, que tiene como principal función “vigilar que los funcionarios y empleados de la misma cumplan con la normatividad externa e interna que sea aplicable”. La Afore debe proporcionar todos los recursos físicos y humanos para que este contralor desempeñe adecuadamente sus funciones. El contralor debe asistir a las reuniones del CA con derecho de voz, pero sin voto. Otro mecanismo del sistema de control de las Afore es la figura del auditor externo.

Las reuniones de los CA deben ser cada tres meses y siempre con la presencia de al menos un consejero independiente. Una de las funciones clave de los consejeros independientes es “procurar que las decisiones que se tomen en las sesiones del CA y comités en que participen sean en beneficio de los trabajadores”. Entonces, el deber fiduciario para con los ahorradores/inversionistas (trabajadores asalariados) recae sobre los consejeros independientes, que son por diseño legal minoría en el consejo de las Afore/Siefore, lo que en la práctica significa que el deber fiduciario para con los dueños de los fondos de inversión, los trabajadores, es muy tenue o inexistente. Por tanto, los ahorradores no están representados en los CA de estas instituciones. El autor revisó los sitios de Internet de las 21 Afore existentes en febrero de 2009 y encontró que sólo una revela la composición del CA, el cual está compuesto por 15 consejeros propietarios con sus correspondientes suplentes, de los cuales 4 son independientes, cifra por debajo de lo que la ley establece. Esto es indicativo de un serio problema de revelación de información sobre el principal mecanismo de GC que es el CA.

³⁴ Esta ley fue publicada en el *Diario Oficial* de la Federación el 23 de mayo de 1996. La última reforma de la ley fue publicada en el *Diario Oficial* de la Federación el 28 de junio de 2007.

El enfoque de GC desarrollado por Jensen y Meckling (1976) predice que, ante la presencia de conflictos de interés entre los distintos agentes involucrados, existe el potencial de que se generen ambientes inadecuados por parte de quienes tienen el poder de decisión. En el caso de las Afore, existe un conflicto de interés estructural³⁵ entre los accionistas de las administradoras y los ahorradores. La pregunta clave es por cuáles intereses velan los CA de las Afore/Siefore, porque la ganancia de los accionistas es la pérdida de los ahorradores.

Quizás las altas comisiones, *vis a vis* los rendimientos obtenidos, que las Afore cobran por administrar las cuentas de retiro, representan este tipo de oportunismo. Las comisiones van desde 1,17 hasta 3,3% mientras –como ya se mencionó anteriormente–, el rendimiento promedio fue de 4,47% en el año 2008. Las comisiones se calculan sobre la base del monto de los activos netos administrados,³⁶ y no sobre el rendimiento obtenido. Por supuesto, el propósito de las administradoras de fondos de pensiones (AFP) es maximizar ganancias, lo cual puede ser conseguido maximizando el número de cuentas individuales, y no maximizar el rendimiento del portafolio bajo su responsabilidad, en detrimento de sus afiliados. De esta manera, la Afore gana independientemente de su desempeño, lo cual plantea un conflicto de interés clave. El tema ha sido tratado ampliamente en la prensa a través de los años y también ha sido objeto de estudio para los investigadores desde la fundación del sistema, por ejemplo Kato (2008) y Laurell. Recientemente se reportó en la prensa que los recursos manejados por las Afore han experimentado una minusvalía del 5% desde que estalló la crisis financiera global,³⁷ lo cual equivale a \$41.000 millones (unos US\$3.000 millones). En su último informe al Congreso de la Unión el titular de la Consar mencionó que las ganancias de las Afore en el primer semestre de 2008 ascendieron a los \$1.000 millones.

Otro aspecto importante, relacionado con el trato de cliente recibido por los afiliados de parte de las Afore y también de la propia autoridad reguladora, es que los dueños del capital no participan en las decisiones de inversión riesgosas. Los inversionistas son clasificados por edad y el portafolio o cartera de la Siefore correspondiente establece la posición de riesgo a que están expuestos los afiliados. Una consecuencia de esto, por ejemplo, es que la mayor parte de las pérdidas mencionadas en el párrafo anterior las incurren los afiliados más jóvenes, de quienes se ha especulado en la prensa que ni siquiera están enterados de lo que está pasando con sus ahorros para el retiro.

Las oportunidades de mejora en el sistema de ahorro para el retiro parecen evidentes, de acuerdo con la información anterior. En lo tocante a la GC, la autoridad reguladora podría requerir a las Afore/Siefore que el porcentaje de consejeros independientes sea superior al 50%, en lugar del 40% actual, de esta manera los afiliados estarían mejor representados. También, las Afore/Siefore podrían incorporar las recomendaciones de la OCDE, incluidas en el documento especial para inversionistas institucionales (2008/2009). Más aún, se podría hacer que las Afore/Siefore se rijan de manera obligatoria por la LMV, en lo referente a las funciones y características del CA, poniendo énfasis en los consejeros independientes. Dado

³⁵ Es estructural porque la Ley de los Sistemas de Ahorro para el Retiro así lo establece.

³⁶ La misma ley lo establece en el artículo 37.

³⁷ Según reportó Pascal Beltrán del Río en la columna titulada “Afores: fondo perdido” en el sitio www.exonline.com.mx/diario/columna/429970 el 23 de enero de 2009.

que esta recomendación está dentro de las facultades de la Consar, estipuladas en la LSAR vigente, su implementación sería viable.

El actual esquema de comisiones de las Afore/Siefore, basado en el monto de los activos bajo su administración, limita seriamente los productos del capital de los ahorros para el retiro de los afiliados y propicia conflictos de interés entre los dueños de las administradoras y los ahorradores, en detrimento de estos últimos. Los datos de la industria muestran que las comisiones son muy altas en relación con los rendimientos promedio. Las soluciones para este tipo de conflicto de interés son difíciles, debido a que lo propicia la actual legislación. Por esta razón, sólo se sugiere que se revisen los ingresos (base de las comisiones) y la estructura de gastos de las Afore/Siefore, para que se busque maximizar las pensiones futuras de los afiliados.

Finalmente, la Consar podría promover la participación de los afiliados en la toma de decisiones de inversión de las Afore/Siefore, mediante su presencia organizada en su propio CA. Si bien en la junta de gobierno de la Consar, los trabajadores o afiliados sí están representados, de los 17 integrantes sólo 4 de ellos provienen de organizaciones nacionales de trabajadores y uno del sector patronal; los 12 restantes son funcionarios del gobierno. En términos prácticos de votación en la junta de gobierno, los representantes de los trabajadores son fácilmente superados 3 a 1. Las decisiones de la junta de gobierno de la Consar son decisiones de funcionarios por abrumadora mayoría. No están representados directamente en la junta de gobierno todos los empleados de confianza que no pertenecen a ningún organismo gremial, cuyos aportes al sistema de retiro son considerables.

4. Las sociedades de inversión

Las sociedades de inversión (SI) en México se rigen por la Ley de Sociedades de Inversión,³⁸ según la cual éstas podrán ser del tipo de renta variable, instrumentos de deuda, capitales y objeto limitado. También, las SI pueden ser de modalidad abierta o cerrada. Las SI abiertas tienen la obligación de recompra de las acciones representativas de su capital social o de amortizarlas con activos de objeto de inversión parte de su patrimonio. Las cerradas tienen prohibida la recompra de las acciones del mismo tipo. El organismo regulador de las SI es la CNBV. Las SI tienen la obligación de organizarse como sociedades anónimas de capital variable y su denominación social debe ir seguida del tipo de sociedad de inversión correspondiente.

De acuerdo con el boletín trimestral de marzo 2008 publicado por la CNBV, había entonces un total de 494 SI, de las cuales 160, 96, 65, 153 y 20 eran de renta variable, instrumentos de deuda para personas físicas, instrumentos de deuda para personas morales, instrumentos de deuda multiserias y de inversión de capitales, respectivamente. El número de inversionistas sumaba 1.785.569 (contratos) y la mayoría de ellos (92%) operaban en SI de instrumentos de deuda. El resto se distribuyó con 7,95% en sociedades de renta variable y 0,01% en sociedades de capital (Sincas).³⁹ La proporción de inversionistas extranjeros era de un 2% y representó tan sólo un 1,2% de los activos del sector.

³⁸ Publicada en el *Diario Oficial* de la Federación el lunes 4 de junio de 2001. La última reforma fue publicada en el mismo diario el 28 de junio de 2007.

³⁹ Las Sincas están dedicadas a inversiones de capital de mediano y largo plazo.

El cuadro VIII.18 proporciona un panorama de la evolución de los activos y la cartera de inversiones de las sociedades de inversión durante los últimos cinco años, al cierre del primer trimestre de marzo de cada año. El cuadro muestra también las tasas de crecimiento porcentual. Como podrá observarse, los activos y cartera de inversión de este sector promediaron en el 2008 unos US\$87.000⁴⁰ millones. Si bien el sector ha mostrado un crecimiento robusto durante el periodo en cuestión, éste se ha caracterizado por ser accidentado y es difícil establecer con claridad una tendencia. Nótese que las tasas de crecimiento son prácticamente iguales porque los activos y las carteras de inversión son muy similares, como es usual en agentes financieros.

El cuadro VIII.19 ilustra la forma en que los activos han sido distribuidos por tipo de SI. Es posible observar que, en el periodo de análisis, los activos de las SI especializadas en deuda de personas físicas han sido reducidos a favor de las sociedades de inversión de deuda de multiservicios. Las proporciones de los otros tipos de sociedades estuvieron muy estables. Cabe señalar que es poco halagüeño que las proporciones de los activos totales operados por las Sincas sean muy pequeñas. La razón es que estos fondos se invierten típicamente en empresas, cuya situación de GC se estima importante en las decisiones de inversión de las Sincas. Aquí hay una gran área de oportunidad, puesto que las otras sociedades de inversión invierten sus activos mayormente en instrumentos de deuda.

La forma en que se invierten los fondos de las SI, según el tipo de instrumento financiero, se ilustra en el cuadro VIII.20. Los instrumentos de deuda del gobierno son los preferidos por las sociedades de inversión, destinando en promedio un 62% de su cartera de inversión. En renta variable, es decir, en acciones de empresas que cotizan en bolsa, los datos muestran una tendencia ligeramente decreciente en el periodo considerado, lo cual seguramente se acentuará por la crisis financiera global pues, como ya se indicó, las pérdidas en la bolsa de valores han sido cuantiosas en el segundo semestre de 2008 y continúan. Los fondos destinados a promover empresas casi no llegan a figurar.

Cuadro VIII.18
EVOLUCIÓN DE LOS ACTIVOS Y LA CARTERA DE INVERSIÓN DE LAS SOCIEDADES DE INVERSIÓN. (Millones de dólares)¹

Concepto	2008		2007		2006		2005		2004		2003	
	\$	%*	\$	%	\$	%	\$	%	\$	%	\$	%
Activos	86.743	23	70.439	31	53.571	47	36.387	1	35.882	26	28.394	-
Inversión	85.687	23	69.488	31	52.931	47	36.083	1	35.599	-	-	-

1 Al cierre del trimestre de marzo de cada año.

Fuente: Elaborado con datos de los Boletines de la Comisión Nacional Bancaria y de Valores.

⁴⁰ Por el tamaño de sus activos, este sector significa un mercado de capitales importante, y representó a finales de 2007 un 20% de la capitalización doméstica de la Bolsa Mexicana de Valores.

Cuadro VIII.19
DISTRIBUCIÓN DE LOS ACTIVOS POR TIPO DE SOCIEDAD DE INVERSIÓN. %

Tipo de sociedad	2008	2007	2006	2005	2004	2003
Renta variable	16,3	18,41	13,58	15,77	14,06	9,94
Deuda de personas físicas	23,87	24,3	30,44	45,84	64,24	69,32
Deuda de personas morales	17,53	19,34	20,27	18,05	17,73	18,89
Deuda de multiservicios	41,68	37,3	34,9	19,34	3,03	–
Sincas ¹	0,62	0,65	0,81	1	0,94	1,85
Activos totales ²	86.743	70.439	53.571	36.387	35.882	28.394

1 Sociedades de inversión de capitales.

2 En millones de dólares al tipo de cambio al cierre del trimestre de marzo de cada año.

Fuente: Elaborado con datos publicados en el *Boletín de la Comisión Nacional Bancaria y de Valores*.

Cuadro VIII.20
DISTRIBUCIÓN DE LA CARTERA DE LAS SOCIEDADES DE INVERSIÓN
POR TIPO DE INSTRUMENTO FINANCIERO. %

Tipo de instrumento	2008	2007	2006	2005	2004
Valores gubernamentales	62,79	61,80	60,14	55,35	67,80
Títulos bancarios	14,22	14,41	19,21	19,11	10,14
Renta variable	10,36	12,52	9,58	11,17	11,34
Empresas promovidas	0,46	0,46	0,60	0,87	0,80
Acciones en sociedades de inversión	2,07	2,67	1,89	1,72	1,11
Papel privado	10,10	8,14	8,56	11,21	8,74
Obligaciones	0,00	0,00	0,02	0,04	0,07
Cartera inversión total ¹	85.687	69.488	52.931	36.083	35.599

1 En millones de dólares al tipo de cambio al cierre del trimestre de marzo de cada año.

Fuente: Elaborado con datos publicados en el *Boletín de la Comisión Nacional Bancaria y de Valores*.

a) *La GC de las SI*

El sistema de GC para este tipo de agente financiero está prescrito en la Ley de Sociedades de Inversión. El CA de una SI deberá estar integrado por un mínimo de 5 y no más de 15 consejeros propietarios. Al menos el 33% de los consejeros deben ser independientes. Como es usual en la legislación mexicana, los consejeros propietarios pueden designar suplentes –incluso los independientes, cuyos respectivos suplentes deben también ser independientes. El nombramiento de los consejeros independientes podrá ser revocado sólo cuando se revoque el nombramiento de todos los demás consejeros. Los requisitos que deben cumplir los candidatos a ser consejeros independientes son similares a los señalados en la LMV, excepto uno que establece que el contralor normativo de la sociedad operadora que preste servicios a

las sociedades de inversión de que se trate no podrá ser consejero independiente. De acuerdo con la misma ley, el CA además debe cumplir con las obligaciones señaladas en el cuadro VIII.21.

Existe poca información respecto a los sistemas internos de GC de las sociedades de inversión en México, aunque en términos de revelación de información financiera la CNBV, el organismo regulador, publica datos estadísticos mensuales que incluyen estados financieros e información detallada de cada sociedad de inversión. La CNBV también publica un boletín trimestral que revela información de estados financieros detallados de cada sociedad de inversión. Al igual que las Afore/Sifore, este tipo de sociedades no revelan la estructura de sus CA. Aquí también existe una oportunidad para realizar mayor investigación pues se conoce poco incluso sobre el cumplimiento con las obligaciones legales establecidas por la Ley de Sociedades de Inversión.

Finalmente, dado que la cartera de inversión está cargada hacia la inversión en instrumentos de deuda tanto gubernamental como privada, la labor de las administradoras de fondos consiste en evaluar las calificaciones crediticias de los emisores prospectos para basados en esto realizar su labor de inversión. En este sentido, la GC de los emisores pasa a ser secundaria para las SI. Se sugiere que las sociedades de inversión mexicanas adopten las recomendaciones de la 8ª Mesa Redonda sobre Gobernanza Corporativa de América Latina, incluidas en el documento titulado *White Paper on Institutional Investors and Corporate Governance (Documento de procedimientos para inversionistas institucionales y GC)* publicado en el primer trimestre del año 2009.

5. Las sociedades financieras de objeto limitado

Las sociedades financieras de objeto limitado (Sofoles) se originaron por el requisito del Tratado de Libre Comercio de América del Norte (Tlcan) de que en México hubiera instituciones

Cuadro VIII.21
FUNCIONES ADICIONALES DEL CONSEJO DE ADMINISTRACIÓN
DE LAS SOCIEDADES DE INVERSIÓN

-
- I. Aprobar por mayoría de votos, con el voto favorable de la mayoría de los consejeros independientes:
 - a. El manual de conducta de los consejeros de administración y de los que presten servicios a la SI.
 - b. Al menos anualmente, la contratación de las personas que presten servicios laborales.
 - c. Las operaciones que puedan llevar a situaciones de conflictos de interés de todo tipo.
 - II. Establecimiento de las políticas de inversión y operación y su revisión en las juntas del consejo.
 - III. Asegurarse de que se observe debidamente lo señalado en el prospecto de información al público inversionista.
 - IV. Analizar y evaluar el resultado de la gestión de la sociedad de inversión.
 - V. Sesionar por lo menos cada tres meses y en forma extraordinaria cuando así lo convoque el presidente del consejo, al menos el 25% de los consejeros, o cualquiera de los comisarios de la sociedad de inversión. El quórum en las reuniones debe ser al menos del 51% de los consejeros.
-

de intermediación financiera, denominadas en inglés como *non-bank banks*, similares a las de Estados Unidos y Canadá.

La sociedad financiera de objeto limitado representa una institución financiera cuya finalidad es únicamente otorgar crédito. Estas instituciones no bancarias se diferencian de los bancos en que no están autorizadas para recibir depósitos. Las fuentes de financiamiento de las Sofoles son la banca comercial, la banca de desarrollo y los financiamientos bursátiles, como la emisión de papel. Las Sofoles son instituciones especializadas en segmentos muy particulares y juegan un importante papel como fuente de financiamiento para la compra de casas habitación (hipotecas), automóviles, préstamos a micro y pequeñas empresas y préstamos personales, por mencionar algunos.

El marco legal primario que aplica a las Sofoles incluye: 1) la Ley de Instituciones de Crédito, Fracción IV del artículo 103; 2) las Reglas Generales a las que deberán sujetarse las sociedades a que se refiere la fracción IV del Artículo 103 de la Ley de Instituciones de Crédito, publicadas en el *Diario Oficial* de la Federación (DOF) el 19 de diciembre de 2005, y 3) las disposiciones que dicten la Secretaría de Hacienda y Crédito Público, el Banco de México y la CNBV. El marco legal complementario incluye también: 1) la Ley de Instituciones de Crédito; 2) la LMV, referente a colocación de valores ante el gran público inversionista; 3) la Ley para Regular las Agrupaciones Financieras, tocante a las Sofoles integrantes de grupos financieros. Adicionalmente, y puesto que la legislación atinente dispone que las Sofoles deben ser constituidas como sociedades anónimas, éstas son reguladas también por la Ley General de Sociedades Mercantiles, el Código de Comercio y los Códigos Civil y de Procedimientos Civiles.

Un decreto publicado el 18 de julio de 2006 en el DOF permite a las Sofoles convertirse en sociedades financieras de objeto múltiple (Sofomes), y así poder realizar operaciones de crédito, arrendamiento financiero y factoraje en forma habitual y profesional. Varias de las Sofoles se han cambiado a esta nueva modalidad para ampliar su rango de intermediación financiera.

Desde su aparición, las Sofoles –mediante la operación de crédito exclusivamente– han experimentado un crecimiento acelerado que se explica principalmente por su especialización, que les ha permitido el desarrollo de nichos que la banca comercial ha ignorado. El cuadro VIII.22 muestra la evolución de los activos y la cartera de inversiones de las Sofoles para el período 2003 a 2008, al cierre de marzo de cada año, en millones de dólares.

Como se podrá observar, los montos operados por las Sofoles son considerables y representan un mercado de capitales importante para el país. Sin embargo, a finales de 2007 los activos de las Sofoles representaron sólo el 4% de la capitalización de la BMV. Las tasas de crecimiento observadas durante el periodo muestran, en general, una tendencia a la baja que se ha acentuado en los últimos dos años, en los cuales se han registrado caídas.

El cuadro VIII.23 muestra la evolución de los activos de los diferentes tipos de Sofoles, según su especialización. Es claro que el grueso del sector está dominado por las operaciones de crédito hipotecario, las cuales han promediado en el periodo considerado alrededor del 60%. La participación agresiva de las Sofoles en el crédito hipotecario ha fortalecido el mercado de capitales de bienes inmuebles. El crédito para la adquisición de automóviles es el segundo rubro más importante después del hipotecario. El crédito empresarial –relativamente bajo– se ha estabilizado en alrededor del 7% de los activos de las Sofoles. La relevancia de este tipo de crédito es que está dirigido a empresas pequeñas y medianas, que la banca comercial tradicionalmente ha ignorado por tratarse de empresas no sujetos de crédito.

Cuadro VIII.22
EVOLUCIÓN DE LOS ACTIVOS Y LA CARTERA DE INVERSIÓN
DE LAS SOCIEDADES DE OBJETO LIMITADO. (Millones de dólares)¹

Concepto	2008		2007		2006		2005		2004		2003	
	\$	%*	\$	%	\$	%	\$	%	\$	%	\$	%
Activos	16.824	-4	17.590	-9	19.293	13	17.004	28	13.255	18	11.240	-
Pasivos	14.690	-2	14.978	-10	16.719	10	15.166	27	11.921	16	10.259	-

1 Al cierre del trimestre de marzo de cada año al tipo de cambio imperante.

Fuente: Elaborado con datos de los Boletines de la Comisión Nacional Bancaria y de Valores.

Cuadro VIII.23
DISTRIBUCIÓN DE LOS ACTIVOS POR TIPO DE SOCIEDAD FINANCIERA
DE OBJETO LIMITADO. %

Tipo de sociedad	2008	2007	2006	2005	2004	2003
Hipotecario	62,09	52,58	58,97	62,64	64,7	56,4
Automotriz	17,88	29,51	29,31	27,86	26,49	35,6
Proyectos públicos	7,72	4,15	0,53			
Empresarial	7,09	9,13	7,03	1,28	1,15	1,3
Consumo	3,20	3,63	3,66	3,37	3,14	2,80
Agroindustrial	2,30	1,00	0,50			
Fin. a intermediarios y distribuidores				3,23	2,77	1,20
Bienes de capital y transporte				3,37	1,98	2,70
Activos totales ^{1,2}	16.824	17.590	19.293	17.004	13.255	11.240

1 En millones de dólares al tipo de cambio al cierre del trimestre de marzo de cada año.

2 La cifra activos del 2008 refleja una reducción en el número de Sofoles que se transformaron Sofomes.

Fuente: Elaborado con datos publicados en el Boletín de la Comisión Nacional Bancaria y de Valores.

El cuadro VIII.24 ilustra la evolución de los pasivos que representan las fuentes de financiamiento de las Sofoles. Como se puede observar, aproximadamente el 75% de los fondos de las Sofoles han provenido de la banca de desarrollo, la banca comercial (múltiple) y de los fondos de fomento. Es interesante observar que alrededor de un 20% de los fondos proviene de colocaciones a través de la bolsa de valores.

a) La GC de las Sofoles

Debido a que las Sofoles son sociedades anónimas tradicionales, sólo están obligadas a tener CA según lo que establece la LGSM. Esto es, sólo se requiere que el CA tenga al menos dos miembros y eso es todo. La Ley de Instituciones de Crédito no hace mención del sistema de

GC de las Sofoles, únicamente lo hace para la banca múltiple y la banca de desarrollo. Una posible recomendación sería que el mismo esquema de la banca múltiple aplique para las Sofoles y Sofomes. En lo referente a revelación de información, las Sofoles están obligadas por la legislación a hacer públicos sus estados financieros, los cuales aparecen por institución en los boletines publicados por la CNBV.

Dado que más del 50% de los fondos operados por las Sofoles provienen de la banca de desarrollo y de otros organismos de fomento, la CNBV podría solicitar a estas instituciones su adhesión a los principios de GC recomendadas por la OCDE para los inversionistas institucionales, como un primer paso para transparentar aún más su operación. Otra posibilidad hacia el futuro sería la modificación del marco legal vigente para que las Sofoles incorporen las mejores prácticas corporativas recomendadas en el CMPC mexicano.

En resumen, en todas las instituciones financieras que operan en los mercados de capitales, la GC juega un papel doble. Por un lado, importa sobremanera la situación de GC de las empresas receptoras de fondos de deuda o capital; y, por el otro, es conveniente que las instituciones que operan los recursos financieros incorporen en sus estructuras organizacionales las mejores prácticas asociadas con un buen sistema de GC.

El grado de avance de los principales actores de los mercados de capitales en México en cuestión de GC es variado. La legislación vigente que rige a la banca múltiple, las Afore/Sifore y las sociedades de inversión establece requerimientos específicos respecto al sistema de GC que debe ser incorporada en la administración de sus operaciones. La legislación en estos tres casos es muy similar respecto a la estructura del CA, la revelación de información financiera y el sistema de control interno. La práctica, sin embargo, denota muchas variantes abriendo un área de oportunidad en cuanto al cumplimiento de la ley.

El desarrollo de los mercados de capitales en México se ha dado hasta fechas muy recientes en ausencia de sistemas de GC formales, tanto en las empresas como en las instituciones de intermediación financiera que operan en tales mercados. De manera clara, los mercados de capitales están más orientados hacia los instrumentos de deuda que hacia el capital accionario, por tal motivo los mercados de deuda están mejor desarrollados que el mercado accionario; también, en razón de esta orientación, el énfasis ha sido puesto en la calificación crediticia de los emisores, más que en los sistemas de GC de empresas e instituciones financieras.

E. CONCLUSIONES Y RECOMENDACIONES

1. Resumen y conclusiones

Las mejores prácticas de un buen sistema de gobernanza corporativa (GC) representan una opción atractiva para hacer más eficientes a las empresas y, de esta manera, estar en condiciones de competir y obtener rentabilidades superiores sustentables en un ambiente globalizado.

El tema de la GC cobró importancia en México con la publicación del Código de Mejores Prácticas Corporativas (CMPC) en 1999, por el Consejo Coordinador Empresarial (CCE), y fue adoptado por la Bolsa Mexicana de Valores (BMV) para que las empresas emisoras adhirieran al mismo en forma obligatoria. El marco legal que regula a las empresas públicas en México es la Ley del Mercado de Valores (LMV). Esta ley creó tres nuevas sociedades anónimas denominadas Promotora de Inversión (SAPI), Promotora de Inversión Bursátil (Sapib) y Bursátil

Cuadro VIII.24
DISTRIBUCIÓN DE LOS PASIVOS DE LAS SOCIEDADES FINANCIERAS
DE OBJETO LIMITADO. %

Tipo de pasivo	2008	2007	2006	2005	2004	2003
Préstamos de la banca de desarrollo	19,90	20,93	3,33	10,80		
Financiamiento de otros organismos	33,34	24,75	9,68	6,94		
Préstamos de la banca múltiple	20,08	26,34	25,43	21,58		
Financiamiento de fondos de fomento	2,60	1,92	35,62	36,73		
Subtotal préstamos bancarios y otros organismos	75,92	73,94	74,06	76,05	77,10	73,89
Bursátiles	19,78	20,30	20,19	19,28	19,07	23,28
Otros pasivos	4,29	5,76	5,75	4,67	3,83	2,83
Pasivos totales ¹	14.690	14.978	16.719	15.166	11.921	10.259

1 En millones de dólares al tipo de cambio al cierre del trimestre de marzo de cada año.

Fuente: Elaborado con datos publicados en el Boletín de la Comisión Nacional Bancaria y de Valores.

(SAB), que representan un camino gradual que deben seguir las empresas privadas cuando deseen listarse en la BMV. La LMV también estipula en detalle las funciones que debe tener el consejo de administración (CA) para cada tipo de sociedad, así como las funciones del administrador principal, denominado director general, de la sociedad anónima de que se trate. La ley contempla sanciones a aquellos que incumplan lo estipulado en ella. La Ley de las Instituciones de Crédito, la Ley del Sistema de Ahorro para el Retiro, la Ley de las Sociedades de Inversión y la Ley General de Sociedades Mercantiles contienen disposiciones de GC para actores como la banca múltiple, las administradoras de los fondos del ahorro para el retiro (Afore) y sus sociedades de inversión especializada (Sifore), las sociedades de inversión y las sociedades de objeto limitado.

La LMV ha incluido recientemente disposiciones que apuntan a una mayor protección de los accionistas minoritarios, pues ahora la ley prohíbe o penaliza prácticas que en el pasado utilizaban algunas empresas para que las acciones del grupo con el control de la sociedad tuvieran el carácter de súper voto y, de esta manera, fortalecer el control sin necesidad de invertir adicionalmente. La LMV, sin embargo, permite la emisión de diferentes series de acciones con voto limitado, y el derecho de igual compensación en caso de liquidación o traspaso de la sociedad no está claramente estipulado. La conclusión es que en materia de protección a los inversionistas pequeños aún hay buen trecho por recorrer.

Tanto las autoridades como la BMV le han apostado a la regulación como principal mecanismo de promoción de GC. El resultado aún es incierto y habrá que esperar algún tiempo antes de ver sus impactos.

Los mercados de los productos e insumos de las empresas también representan mecanismos de GC que disciplinan a los administradores alineando sus intereses con los de los inversionistas. Mientras más competidos son estos mercados, más alineados tienden a estar

los intereses de ambos grupos. Por el lado de los insumos, el principal mecanismo de GC es el mercado de deuda para las empresas. En México este mercado es todavía incipiente y podría continuar así si el crédito de la institución financiera privada más importante del país, la banca múltiple, sigue siendo poco accesible. El margen de intermediación financiera de los bancos es amplio, lo que encarece el costo de la deuda. De acuerdo con encuestas del Banco de México, un porcentaje pequeño de las empresas encuestadas admite utilizar el crédito bancario para financiar bienes de capital. Dado el actual esquema legal que rige las operaciones de la industria bancaria, no se anticipan cambios importantes en este aspecto.

El mercado de control corporativo constituido por las fusiones y adquisiciones de empresas es poco dinámico en el país, aunque se han registrado ciertos niveles de actividad en las últimas dos décadas. Un patrón que ha emergido es el de la adquisición de las empresas nacionales por inversionistas extranjeros, como en el caso de la banca. Existen también casos de empresas industriales importantes que han pasado a manos de extranjeros. Pese a esto, este mecanismo externo de GC es incipiente y posiblemente continuará de esta manera en el futuro próximo.

Los mecanismos internos de GC incluyen el CA, el sistema de compensación ejecutiva y el sistema de control interno. El marco legal vigente norma las funciones de los CA, tanto de empresas públicas como de los principales actores que operan en los mercados de capitales, que en su mayoría son privados. En relación con los CA se tienen datos sólo de las empresas que cotizan en bolsa, las cuales deben informar anualmente a la BMV su adhesión al CMPC. Algunos estudios realizados tanto por académicos como por practicantes han encontrado que las emisoras públicas exhiben un alto grado de adhesión a las recomendaciones hechas por el CMPC. Los mismos estudios encontraron que las funciones típicas de los CA de empresas mexicanas incluyen aprobar la planeación estratégica, salvaguardar los intereses de los accionistas, cumplir con la ley, evaluar el desempeño corporativo y vigilar los procesos de sucesión ejecutiva, compensación ejecutiva y control interno. Resultados de dos estudios muestran que el número promedio de miembros de los CA de las empresas públicas está dentro de lo exigido por la ley y por las recomendaciones del CMPC. La utilización de consejeros independientes también está por encima de lo exigido por la ley y el CMPC. La mayoría de los CA poseen comités de auditoría y prácticas societarias y, en un grado menor, comités de evaluación y compensación y de finanzas y planeación.

Los sistemas de compensación ejecutiva en México no utilizan la remuneración mediante acciones u opciones de acciones, pues los negocios familiares siempre evitan diluir la propiedad. Existe consenso en la mayoría de las empresas emisoras de que la compensación debe estar alineada con la estrategia. El sistema típico de remuneración en México incluye elementos tangibles e intangibles. Hay poca información pública disponible en relación con la compensación para consejeros.

Por lo que toca a los sistemas de control interno, en México tienen que ver principalmente con las funciones de auditoría tanto interna como externa. Un alto porcentaje de las empresas listadas en la BMV asegura contar con un comité de auditoría en su CA, órgano intermedio que se encarga de administrar el sistema de control interno de la empresa.

En México, la estructura de la propiedad de las empresas públicas y privadas se caracteriza por ser familiar y muestra alta concentración. Este hecho fue reconocido así por los arquitectos del CMPC, quienes confeccionaron el código sin intentar modificar esta realidad. La alta concentración en la propiedad de las empresas públicas reduce la liquidez en el mercado

de valores, pues la mayor parte del capital común de las empresas no participa en la actividad bursátil. Por la misma razón, la concentración también afecta los prospectos de futura liquidez del mercado. Esta situación ha cambiado poco en la última década y no se prevén cambios importantes a futuro.

El principal mercado privado de capitales en México es el accionario y es administrado por la BMV, que en la década actual ha mostrado un crecimiento razonable en la capitalización bursátil, con una marcada reducción en los últimos dos años. En contraste, el número de empresas emisoras ha caído persistentemente; en la actualidad el número de sociedades anónimas bursátiles es inferior al centenar y constituye una preocupación para todas las partes interesadas. Una de las principales razones es el conflicto de interés entre inversionistas que poseen el control accionario de una empresa de corte familiar y los pequeños accionistas—como es el caso de la mayoría de las empresas emisoras del país— pues los mayoritarios pueden actuar en detrimento de los intereses minoritarios. Los dos retos en el futuro próximo para la BMV son incrementar tanto la capitalización bursátil como el número de empresas emisoras, bajo la modalidad de empresa pública que busca maximizar utilidades.

Los mercados de deuda representan otra opción de financiamiento de capital de inversión para las empresas no financieras mexicanas. Los actores más relevantes en los mercados de capitales mexicanos, después de la BMV, son la banca múltiple, los fondos de pensiones, las sociedades de inversión y las sociedades financieras de objeto limitado. Una característica común de estos inversionistas institucionales es su vocación orientada ya sea hacia el crédito o hacia la inversión en valores de deuda, por lo que su apoyo al sector empresarial es muy limitado. Aunque con las variaciones propias de la naturaleza de cada tipo de institución, la mayor parte de las inversiones en valores se hacen en instrumentos de deuda del gobierno.

Con relación a estas instituciones de crédito e inversión, la GC juega un doble papel toral. Importa sobremana la situación de GC de la institución financiera y, la de las empresas receptoras de fondos de deuda o capital. Los esquemas de GC de cada tipo de instituciones financiera están normados por un marco legal *ad hoc*. En la práctica, se desconoce el grado de cumplimiento de la ley, debido a que la mayoría de las instituciones no revelan información sobre la estructura e integración de su CA, incluso si cotizan en la bolsa, por lo que existe un problema de transparencia. Por ley, todas las instituciones financieras en México deben revelar sus estados financieros y éstos pueden ser consultados por el público en general en el sitio de Internet de la CNBV.

La orientación hacia los instrumentos de crédito de los principales actores en los mercados de capitales de deuda en México ha propiciado que las prácticas de GC de los receptores de los fondos sean de poco interés para las instituciones financieras. La atención se concentra, por tanto, en la calificación crediticia de los emisores de instrumentos de deuda.

En los países desarrollados, los fondos de pensiones constituyen los inversionistas institucionales más importantes de esas economías. En México, los fondos de pensiones (Afore/Siefore) son cada día más relevantes, sin embargo su contribución a la profundización de los mercados de capitales de renta variable está limitada por ley y no se vislumbra un cambio. La estructura interna de GC es desfavorable para los ahorradores o trabajadores asalariados, pues están representados minoritariamente en los CA de las Afore/Siefore. Hay también evidencia de que las comisiones de las Afore/Siefore son altas en relación con los rendimientos de los portafolios.

Finalmente, se puede describir la situación de GC en México desde dos perspectivas. En materia de regulación, el país parece haber hecho la tarea de reformar su aparato legal para modernizar e incorporar sistemas de GC tanto en las empresas de negocios como en los principales actores en los mercados de valores y capitales. El proceso ha sido arduo pero se ha alcanzado un cierto éxito en este aspecto. La otra perspectiva indica que el derrotero marcadamente legal elegido requiere de un esfuerzo dinámico, agresivo y efectivo de procuración y administración del marco legal. Las evidencias disponibles al momento apuntan a que esto no está ocurriendo. El resultado es un mercado de valores pequeño, cuyo desarrollo incipiente limita el desarrollo y profundidad de lo demás mercados de capitales.

2. Recomendaciones sobre políticas públicas

Debido a la importancia que un ambiente de negocios competitivo tiene para el desarrollo empresarial, se requiere continuar con los procesos de liberalización comercial, pues no sólo promueven los procesos de innovación y creatividad en las empresas, sino también representan un excelente mecanismo de GC que respalda los esfuerzos de desarrollo económico del país.

En materia de protección de los inversionistas minoritarios, el proceso legislativo debe continuar hasta que los inversionistas perciban que su inversión está protegida de una posible extracción de riqueza por parte de los accionistas con el control accionario. Específicamente, se sugiere incorporar de manera clara los derechos de los accionistas, incluyendo el derecho a voto igual para todos los accionistas en todos los procesos de toma de decisiones de la asamblea y el derecho a compensación igual para todos los accionistas en caso de liquidación o traspaso de la sociedad. También se sugiere incrementar los mínimos de capital accionario en circulación.

Con relación a las instituciones financieras privadas, se recomienda que los lineamientos de GC sean iguales para todas ellas y que la referencia sean los requerimientos que la LMV establece para las sociedades anónimas bursátiles. También se recomienda que los órganos reguladores de cada una de estas instituciones tengan como función preponderante asegurar el cumplimiento de la ley aplicable. De manera especial, se recomienda que los requisitos de revelación de información financiera y de GC sean cumplidos.

En el caso específico de las administradoras y operadoras de fondos de ahorro para el retiro, las recomendaciones principales son que el porcentaje de consejeros independientes, que son quienes por ley deben velar por los intereses de los afiliados, se incremente por encima del 50% y que se revise el esquema actual de comisiones, así como los niveles permisibles de los gastos de administración y ventas de estas empresas.

a) Recomendaciones para el sector empresarial

La empresa pública más importante para los mercados de capitales es la BMV, por la naturaleza de su actividad y porque es la principal promotora de la incorporación de mejores prácticas corporativas en las empresas emisoras, incluida ella misma. En consecuencia, se recomienda que la BMV revele su situación de cumplimiento de adhesión al CMPC y la LMV.

Se recomienda también que la BMV incluya, como parte de su programa estratégico de promoción, enlistar como nuevas emisoras a las empresas que actualmente están siendo apo-

yadas con fondos gubernamentales en incubadoras y aceleradoras, en distintas plazas del país, ya que se trata de un número considerable. La BMV debe mostrar claramente a éstas y otras empresas privadas los beneficios que pueden obtener como emisoras de acciones y deuda bursátil.

La BMV debería considerar, como parte de su estrategia de negocios, iniciativas voluntarias de mercados adicionales a los actuales para tratar de incrementar la profundidad del mercado de valores, en función del número de empresas emisoras y de la capitalización bursátil. Se recomienda analizar con cuidado las bondades del Novo Mercado brasileño.

A las empresas públicas no financieras en general se les recomienda cumplir con las recomendaciones en materia de GC, incluidas en la LMV y en el CMPC. Las empresas privadas en general pueden beneficiarse mucho de la incorporación de mejores prácticas en sus organizaciones.

Finalmente, a las instituciones financieras públicas y privadas se les recomienda adherir voluntariamente a los principios de GC recomendados por la OCDE.

Bibliografía

- Banco de México (2008), *Comunicado de prensa: Evolución del financiamiento a las empresas durante el trimestre octubre-diciembre de 2007*, México, D. F.
- Babatz, Guillermo (1997), *Agency Problems, Ownership Structure, and Voting Structure under Lax Corporate Governance Rules: The case of Mexico*, Tesis Doctoral no publicada, Harvard University.
- Castañeda, G. (2000), *Corporate Governance in Mexico*, *The Latin American Corporate Governance Roundtable*, OCDE y Banco Mundial, São Paulo.
- Chong, Alberto y Florencio López-de-Silanes (2006), *Corporate Governance and Firm Value in México*, Documento de trabajo, BID, Department of Research.
- Conger, Jay A., Edward E. Lawler III y David L. Finegold (2002), *Corporate Boards: Strategies for Adding Value at the Top*, San Francisco, CA: Jossey-Bass.
- Consejo Coordinador Empresarial (2006), *Código de mejores prácticas corporativas*, México, D. F.
- Davis-Friday, Paquita, Thomas J. Frecka y Juan Rivera (2005), *The Financial Performance, Capital Constraints and Information Environment of Cross-listed Firms: Evidence from Mexico*, *International Journal of Accounting*, 40, 1: 1-30.
- Demb, Ada, Danielle Chouet, Tom Lossius y Fred Neubauer (1989), *Defining the Role of the Board*, *Long Range Planning*, 22: 61-68.
- Demb, Ada y Friedrich Neubauer (1992), *The Corporate Board: Confronting the Paradoxes*, New York; Oxford University Press.
- Denis, Diane K. (2001), *Twenty-Five Years of Corporate Governance Research ... and Counting*, *Review of Financial Economics*, 10, 191-212.
- Denis, Diane K. y John J. McConnell (2003), *International Corporate Governance*, *Journal of Financial & Quantitative Analysis*, 38, 1-36.
- Fama, E. y M. Jensen (1983), *Separation of Ownership and Control*, *The Journal of Law and Economics*, 26: 301-325.

- Familiar C., Jorge (2003), Gobierno corporativo en México: evolución, avances y retos, presentado en la Segunda reunión del Foro Regional sobre el Sector Financiero, Washington, DC.
- Eggers, Leopoldo (2007), *Líderes mexicanos*. Ferráez Comunicación, Tomo CXV, México, D. F.
- Hermalin, Benjamin E. y Michael S. Weisbach (2003), Boards of Directors as an Endogenously Determined Institution: A Survey of the Economic Literature. *Economic Policy Review*, 9, 7-26.
- Holmstrom, Bengt y Steven N. Kaplan (2001), Corporate Governance and Merger Activity in the US: Making Sense of the 1980s and 1990s, *Journal of Economic Perspectives*, 15:121-144.
- Husted, B. W. y C. Serrano (2002), Corporate Governance in Mexico, *Journal of Business Ethics*, 37, 3, 337-348.
- Instituto Mexicano de Ejecutivos de Finanzas (IMEF) (2003), *El gobierno corporativo en México*, Instituto Mexicano de Ejecutivos de Finanzas, A. C. y Fundación de Investigación IMEF.
- Jensen, M. y W. Meckling (1976), The Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure, *Journal of Financial Economics*, 3, 305-360.
- Jensen, M. C. (1993), The Modern Industrial Revolution, Exit, and the Failure of Internal Control Systems, *Journal of Finance*, 48, 831-880.
- Kato, Enrique L. (2008), Desempeño del sistema de ahorro para el retiro en México, *Trimestre Económico*, 54, p. 157-173.
- La Porta, R. y F. López-de-Silanes (1999), Benefits of Privatization: Evidence from Mexico, *Quarterly Journal of Economics*, 114, 1193-1242.
- La Porta, R., F. López-de-Silanes, A. Shleifer y R. W. Vishny (1998), Law and Finance, *Journal of Political Economy*, 106, 6: 1131-1150.
- (1999), Corporate Ownership Around the World, *Journal of Finance*, 54, 2: 471-517.
- Laurell, Asa C. (1999), La reforma del Estado y la política social en México, *Nueva Sociedad*, 164, p. 147 -158.
- Lefert, F. y E. Walker (2000), Ownership and Capital Structure of Chilean Conglomerates: Facts and Hypotheses for Governance, *Revista Abante*, 3, 1, 3-27.
- Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos (2004), OCDE. Principios de Gobierno Corporativo, *OECD Publications Service*, París.
- Palepu, Krishna G., Paul M. Healy y Victor L. Bernard (2000), *Business Analysis and Valuation*, 2a. Ed. US: South-Western College Publishing, Thomson Learning.
- Paredes, Troy A. (2005), Corporate Governance and Economic Development, *Regulation*, 34-39.
- Rue, Leslie y Lloyd L. Byars (2006), *Management*, New York, McGraw-Hill.
- Shleifer, Andrei y Robert W. Vishny (1991), Takeovers in the '60s and the '80s: Evidence and Implications, *Strategic Management Journal*, 12: 51-59.
- Shleifer, A. y R. W. Vishny (1997), A Survey of Corporate Governance, *Journal of Finance*, 52, 737-783.
- Viscencio Brambila, Héctor (2003), Cumplimiento empresarial con el código de mejores prácticas de gobernanza corporativa de México, III Encuentro de Finanzas. Universidad Autónoma de Chile, Santiago de Chile.

APÉNDICE VIII.1. TIPOS DE SERIES DE ACCIONES

Los tipos de series de acciones disponibles en México aparecen en el cuadro 25. Dentro de cada tipo de serie puede haber varias clases numeradas en forma sucesiva, por ejemplo A1, que representa la parte fija del capital; o A2, que representa la parte variable de capital.

Cuadro VIIIa.25
TIPOS DE SERIES DE ACCIONES EN LA BOLSA MEXICANA DE VALORES

Serie	Descripción
A	Serie ordinaria reservada para accionistas mexicanos y sólo pueden ser adquiridas por extranjeros a través de inversiones neutras o ADR.
A1	Ordinaria en la que participan en forma directa accionistas mexicanos y representa la parte fija del capital, también llamada clase 1.
A2	Ordinaria en la que participan en forma directa accionistas mexicanos y representa la parte variable del capital, también llamada clase 2.
AA	Series accionarias no negociables de Telmex que se encuentran en fideicomiso.
B	Ordinaria, conocida como de libre suscripción, por lo que puede ser adquirida por inversionistas extranjeros directamente.
B1	Ordinaria de libre suscripción, representa la parte fija del capital.
B2	Ordinaria de libre suscripción. Representa la parte variable del capital.
CP	Certificado provisional.
CPO	Certificado de participación ordinaria. Estas acciones otorgan derechos de voto restringido.
F	Series de emisiones filiales que están en poder de empresas controladoras extranjeras.
L	Voto limitado, pueden ser adquiridas por inversionistas nacionales o extranjeros.
UB	Unidades vinculadas que representan acciones de la serie B.
UBC	Unidades vinculadas que representan acciones de la series B y C.
UBD	Unidades vinculadas que representan acciones de la series B y D.
1	Ordinaria en la que participan en forma directa accionistas mexicanos, representa la parte fija del capital, también llamada clase 1.
2	Ordinaria, representa la parte variable del capital, también llamada clase 2.

Fuente: Bolsa Mexicana de Valores.

COMENTARIO DE MARIO MARCEL AL ESTUDIO DE CASO DE MÉXICO PREPARADO POR HÉCTOR VISCENCIO

El trabajo de Héctor Viscencio es muy completo y da un panorama muy interesante de lo que ha pasado en México en términos de gobernanza corporativa (GC). El trabajo ubica bien estos avances en el contexto de una economía que se va insertando en el sistema financiero y productivo mundial, y que avanza tanto en la productividad como en la profundización del mercado de capitales. El autor ubica todas estas reflexiones en la perspectiva de cómo la GC permite por un lado, disminuir los conflictos de interés entre propietarios, consejos de administración (CA) y ejecutivos al interior de las empresas, elevando la capacidad para crear valor y la rentabilidad y, por otro, salvaguardar los intereses de los accionistas minoritarios permitiendo la democratización y profundización del mercado de capitales.

En lo que atañe a la descripción de la situación en México, este trabajo muestra un país que ha introducido reformas muy importantes en los últimos años en su marco legal para modernizar, incorporar y sistematizar regímenes de GC, tanto a nivel de las empresas como de los principales actores que operan en los mercados de valores y de capitales. Al mismo tiempo que se introducen estas regulaciones, y los códigos de buenas prácticas en el caso de la bolsa de valores, surge el desafío de aplicar las normas, tanto desde el punto de vista del cumplimiento efectivo por parte de los actores correspondientes, como por el *enforcement*, o la procuración y administración del marco legal. En particular, el trabajo plantea la duda de hasta dónde los tribunales y el sistema de justicia van a ser capaces de responder a los requerimientos que surgen de esta normativa.

Sin embargo, comparando con la experiencia de otros países de la región, cabe preguntarse hasta dónde es realmente posible, en un país de tradición jurídica hispana, apoyarse en los tribunales para el cumplimiento de este tipo de regulaciones en vez de en los órganos reguladores del estado o en mecanismos de arbitraje en aquellos temas en que sea posible. Al menos en el caso de Chile, el referente para todo lo relacionado con GC no son los tribunales de justicia, sino esencialmente la Superintendencia de Valores y Seguros (SVS). Creo que ahí hay un tema interesante que discutir.

En la evolución de las normas a nivel de la empresa individual en México, se han introducido reformas que delinean un camino gradual que las empresas deben recorrer en materia de GC para poder listarse en la bolsa. En principio, las normas recientemente introducidas permitirían ir balanceando el enorme poder de los grupos controladores de las sociedades.

No obstante, al observar esta realidad no se puede dejar de mencionar un elemento fundamental de la estructura de propiedad de las empresas en México, cual es su alta concentración y predominio de las empresas familiares. En estas circunstancias, los potenciales conflictos entre administradores y accionistas pasan a ser menos importantes que aquellos entre socios controladores y minoritarios. Esto además se potencia porque la nueva Ley de Mercado de Valores (LMV) continúa permitiendo la existencia de distintas series de acciones que otorgan derechos distintos a sus tenedores. En este punto es interesante el contraste con Brasil—donde también ha habido un esfuerzo por aumentar el número de empresas emisoras— que

ha presentado un fuerte crecimiento en la capitalización bursátil doméstica, sobre la base de exigencias de GC superiores a lo estipulado por la ley, incluyendo un gran énfasis en la protección de los accionistas minoritarios –tratando de imponer el principio de una acción un voto–, y en que el valor de todo tipo de acciones sea esencialmente el mismo.

El trabajo es muy interesante en lo referente al análisis de distintos tipos de sociedades vinculadas al funcionamiento del mercado de capitales, donde se encuentran varias situaciones especiales. Particularmente importante es el caso de sociedades que administran fondos de terceros, especialmente las sociedades de inversión (SI) y las Siefors. En estos casos, los conflictos de interés pasan a ser mucho más significativos porque no se producen sólo entre accionistas y administradores sino también entre clientes o afiliados, cuyos fondos son administrados por las sociedades y los administradores y propietarios de éstas. En estos casos los potenciales conflictos de intereses se multiplican exponencialmente porque los fondos administrados son mucho mayores que el patrimonio de la sociedad administradora.

En estas circunstancias, lo primero que llama la atención es el hecho de que las SI están sujetas a pocas regulaciones de GC. En el caso de las Afores en México, además del hecho de que administran fondos de terceros, se agrega el hecho de que –a diferencia de otros países de la región–, se permite que haya Afores que están relacionadas con grupos bancarios, lo cual genera otra temática relacionada con los riesgos de la administración conjunta de productos bancarios y previsionales. Quizás por esta misma razón, el sistema mexicano ha hecho algunos esfuerzos importantes en materia de regulaciones, de carácter más macro, sobre el funcionamiento de los fondos de pensiones. Por ejemplo, el hecho de que al momento de invertir en acciones sólo se puede invertir en índices accionarios, así como lo establecido en la separación entre las Afores y las Siefors, esto es, entre la administración de las cuentas y la administración de los fondos. Sin embargo, cuando miramos el régimen de GC de las administradoras, notamos debilidades en algunas áreas como la presencia de miembros independientes en los CA.

El trabajo en este punto hace una recomendación con la cual yo discrepo y tiene que ver con la forma de calcular las comisiones que cobran las Afores. En el trabajo se plantea que, para alinear los intereses del principal con los intereses de los agentes, las comisiones deberían aplicarse sobre la rentabilidad de los fondos. Esto presenta dos problemas. Primero, en principio la función objetivo de la administración de un fondo de pensiones no es maximizar la rentabilidad de corto plazo, sino equilibrar la rentabilidad de largo plazo y el riesgo, sobre la base de una lógica de invertir fondos para el financiamiento de las pensiones. Por tanto, ligar las comisiones a la rentabilidad podría llevar a los administradores a asumir más riesgos de los adecuados a los intereses de los afiliados. Lo segundo es que la estructura de incentivos para los administradores no depende solamente de cómo se genera su ingreso sino también de cómo están estructurados sus costos. Parte importante de los problemas de las estructuras de comisiones de los fondos de pensiones es que muchas veces la manera en que se generan las rentas de los administradores difiere mucho de la manera en que se determinan sus costos, y eso alienta un comportamiento de descreme y selección de afiliados, lo que a su vez distorsiona el funcionamiento del mercado. Entonces hay que mirar con más cuidado esta recomendación. Si lo que nos preocupa son problemas de GC, es mejor concentrarse en eso y dejar los temas de incentivos a un actor particular del mercado de capitales, como son las Afore, y mantenerlo bajo la lógica de funcionamiento de ese mercado.

Otro actor financiero importante que se menciona en el trabajo, de tamaño significativo por cierto, son las Sofoles que, como señala el autor, nacieron con el Nafta en México. En el trabajo se menciona que el tipo de regulación que se aplica a la GC de los Sofoles es relativamente simple, rigiéndose por la Ley General de Sociedades Mercantiles. Dada la diferencia en la manera como están estructurados los activos y pasivos de las Sofoles, sería interesante saber cómo este segmento del mercado financiero ha respondido a la crisis financiera internacional que, justamente, está centrada en el principal mercado en el que actúan, esto es, el mercado hipotecario.

De este modo, sobre la base de este trabajo, se puede decir que México registra avances importantes en la adopción de principios de buena GC, tanto por la legislación como por los códigos de adhesión voluntaria; pero aún hay dudas sobre cómo y cuánto se aplican estas normas y principios en la práctica. En este sentido, la información directa que el autor recopila es muy interesante, indicando que en términos del cumplimiento efectivo de normas todavía hay un espacio importante por mejorar. Por ejemplo, en el cuadro en que presenta el cumplimiento de las normas sobre funcionamiento del CA, los resultados son bajos para todo aquello que no es la dirección estratégica de la empresa. También llama la atención la ausencia de información sobre los miembros de los CA, incluyendo algunos casos de la banca múltiple.

Esto nos lleva a un tema que no se trata a fondo en el trabajo y que sería interesante comentar: la normativa mexicana es más bien de carácter preventivo, pero no hay muchas referencias a normas relacionadas con conductas, por ejemplo sobre el uso de información privilegiada, lo que en el caso de los mercados de valores obviamente tiene una dimensión bastante importante.

Mirando hacia delante, yo mencionaría sólo tres puntos. Primero, el tema del desarrollo del mercado de valores. En el trabajo se menciona varias veces la importancia de la normativa sobre GC para el desarrollo de mercados de valores, pero creo que también hay que considerar que el desarrollo de estos mercados depende de una serie de otros factores. Depende, por cierto, del régimen tributario que se aplica a las utilidades de las empresas, cómo están gravadas las ganancias de capital y también de la presencia de inversionistas institucionales. Aquí se mencionan los fondos de pensiones pero, como decía antes, las Afores están invirtiendo en acciones sobre un índice accionario y no sobre acciones de empresas específicas. Este también es el caso de las compañías de seguros, que en el trabajo no son mencionadas, y de los fondos de inversión.

Lo segundo es que tenemos seguridad de que los fondos de pensiones, a diferencia de otros mercados, van a seguir creciendo significativamente los próximos años. Si bien los fondos de pensiones ya son importantes en México por sus dimensiones, la reforma que los creó es aún relativamente reciente, por lo que el sistema está aún en una etapa de acumulación de fondos. Esos fondos van a seguir creciendo en los próximos años, lo que lleva a pensar que los temas de GC de las administradoras y la relación entre Afores y Siefores van a adquirir dimensiones mayores a las actuales.

Y finalmente, en el trabajo se menciona varias veces que las empresas de México tienden a no financiarse con crédito bancario simple sino más bien con crédito de proveedores y emisión de bonos. En particular, el crédito de proveedores es especialmente importante en México por los vínculos con el sistema productivo de Estados Unidos. Entonces creo que sería interesante preguntarse de qué manera la crisis actual va a cambiar las estrategias de

financiamiento de las empresas, de las grandes sociedades en México. Es decir, si la eventual carencia y limitaciones de crédito a proveedores en Estados Unidos va a significar mayor presión sobre el crédito bancario doméstico o mayores requerimientos de capitalización, en cuyo caso serán relevantes los GC y los sistemas de regulaciones, así como el sistema bancario y las propias sociedades en la bolsa.

CONCLUSIONES

*Germano Mendes De Paula, Georgina Núñez
Andrés Oneto*

A. INTRODUCCIÓN

En un contexto de alta inestabilidad económica y con perspectivas predominantemente sombrías en cuanto al desempeño empresarial en los meses (y tal vez años) por venir, no sorprende que el valor de la capitalización de las compañías listadas en bolsas de valores del mundo haya retrocedido sustancialmente.

En el actual escenario turbulento, este libro elabora un diagnóstico de la situación de la gobernanza corporativa (GC) y del desarrollo del mercado de capitales (MC) en cuatro países de América Latina, complementada con un análisis que contrasta la situación de la región en estos temas con la de los países industrializados miembros de la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos (OCDE). Dado que la crisis financiera se desató en Estados Unidos y que hasta antes de ella era el modelo de GC a seguir, el marco regulatorio referencial para América Latina, se incluyó un artículo que mira cronológicamente el desarrollo de la crisis y su impacto futuro tanto en los mercados de capital como en el marco regulatorio y de supervisión. Los autores de los estudios de caso, a su vez, elaboraron recomendaciones, algunas en términos de políticas públicas, otras en relación con las conductas empresariales. También fue incluido un capítulo que hace una revisión de la extensa literatura sobre la contribución de la GC como estímulo al desarrollo del MC.

Estas conclusiones fueron realizadas utilizando tres dimensiones de la GC: estructuras de propiedad, prácticas y políticas públicas, las cuales se encuentran íntimamente interrelacionadas; algunas más asociadas a las políticas públicas, y otras, a la conducta empresarial (estructura de propiedad y prácticas).

Los análisis nacionales muestran que el papel de los formuladores de política pública ha sido esencial para el desarrollo de la GC en la región, a pesar de que en todos los casos se reconoce que el incentivo legal es insuficiente para inducir todas las mejoras que se requieren y que por tanto se debe contar también con un incentivo voluntario (o bien uno intermedio que sea el de “cumplir o explicar”).

Una parte del análisis incluyó las relaciones entre GC y MC. En líneas generales, la GC ejerce un papel predominante en lo relacionado al incremento del valor de la empresa y de la liquidez de las acciones. La literatura también presenta varias evidencias en cuanto a la

reducción de la volatilidad de las acciones y, en menor escala, del costo de capital. En cuanto a la atracción de inversión extranjera directa (IED), la relación no está tan clara, al grado que algunos autores la consideran una correlación negativa, ya que muchas compañías buscan adquirir empresas en países con marcos de GC débil con la expectativa de que la valorización de los activos aumente.

La relación entre la GC y la atracción de inversión extranjera de portafolio (IEP) es más nítida. Se observa que cuanto más utiliza una política cambiaria flexible un país y cuanto mejor sea la calidad de la defensa de los intereses de los accionistas, de las instituciones legales y de los patrones contables, mayor es la atracción de IEP. Cuanto mayor sean las oportunidades de crecimiento de la empresa y mejor la calidad de *disclosure*, la compañía atrae más IEP. Así, la posibilidad de que una empresa vaya a recibir recursos extranjeros depende no sólo de su patrón de GC *per se*, sino también de las características institucionales y de la confianza en la economía del país donde pretende instalarse.

B. POLÍTICAS PÚBLICAS

En materia de políticas públicas, un primer punto a rescatar del análisis de los casos es que el MC de América Latina nunca ha cumplido un papel predominante en el apalancamiento de recursos para inversiones intensivas en capital de largo plazo, a diferencia de lo que sucede en los países desarrollados. Varios son los factores que han favorecido esta situación: a) la alta inestabilidad económica, que desincentiva las inversiones de largo plazo; b) las elevadas tasas de interés, que incentivan las inversiones en renta fija en detrimento de las de renta variable; c) la tasa de cambio administrada, que se traduce en mayores riesgos para los inversionistas extranjeros; d) un MC poco profundo, con poca liquidez y cuya capitalización está concentrada en pocas acciones, lo que aumenta los riesgos; e) un marco regulatorio débil en cuanto a la protección del inversionista minoritario.

Inicialmente la fragilidad del marco regulatorio era resultado de una serie de políticas públicas, a pesar de la retórica contraria a que era esencial desarrollar el MC. Un desincentivo al desarrollo de los MC fueron los préstamos a tasas relativamente bajas, otorgados por los bancos estatales.

Se puede argumentar que el desarrollo del MC no ha sido, durante décadas, una prioridad efectiva de los gobiernos latinoamericanos. López-de-Silanes señala que, en la década de 1990, la protección a los accionistas era relativamente frágil en América Latina comparada al resto del mundo. Para llegar a esta conclusión, se calculó el llamado “índice de los derechos anti-director”, cuyo valor varía entre cero y seis. Cuanto mayor el valor, mayor la protección de los intereses de los accionistas. Según una muestra de 59 países, el promedio mundial del índice anti-director alcanzó 2,80 y la media latinoamericana fue del orden de 2,06.

Los cuatro países han tenido cambios institucionales relevantes con miras a impulsar los MC durante la actual década. Chile ha estado a la cabeza en la promulgación de leyes de MC: la Ley de OPA (2000), la Ley del Mercado de Capitales (2001) y la Ley del Mercado de Capitales II (2007). La Ley de OPA estableció los lineamientos centrales para los procesos de toma de control, haciendo obligatorias las Ofertas Públicas de Adquisición de Acciones (OPA) para evitar dañar a los accionistas minoritarios a través de precios de transferencia y

de apropiación de oportunidades corporativas. Las medidas adoptadas buscan aumentar la confianza de los inversionistas, disminuir el descuento de las acciones, mejorar las condiciones de financiamiento y generar el interés de los inversionistas nacionales y extranjeros. Por otra parte, también manda la señal de que es necesario mejorar permanentemente el marco regulatorio.

En México se ha hecho un esfuerzo por modernizar el marco legal a través de las leyes de 2001 y 2007. La primera aumentó la protección de los accionistas minoritarios. La reforma a la Ley del Mercado de Valores (LMV) de 2007, por su parte, busca promover el incremento en el número de empresas listadas. La LMV incluyó los conceptos de deber de diligencia (buena fe de los consejeros) y de deber de lealtad (confidencialidad del CA), que provienen del *Common Law* y contrastan con las leyes mexicanas que provienen del derecho romano.

En el capítulo sobre Brasil se discute la Nueva Ley de Sociedades Anónimas (NLSA), aprobada en 2001, que incorporó una serie de dispositivos con la finalidad de proteger a los inversionistas y al MC. Uno de los cambios más relevantes de la nueva ley fue la obligación de la sociedad de abrir su capital y de emitir no menos de 50% de las acciones ordinarias (con derecho a voto). Otra innovación importante fue la reedición de la imposición de condiciones para cesión del control (*tag along*). Con la NLSA, se volvió una obligación la realización de una OPA en la cual queden asegurados los minoritarios que poseen acciones ordinarias; este beneficio no se extiende a propietarios de acciones preferenciales (sin derecho a voto).

El gobierno de Colombia presentó en 2001 un proyecto de ley del MC que fue retirado del Congreso en julio de 2002, como resultado de una intensa presión política de algunas de las principales compañías del país. La nueva Ley del Mercado de Valores (2005) representa uno de los principales componentes de la reforma al MC. Contempla medidas como el proceso de unificación de las Bolsas que culminó en 2001 con la creación de la Bolsa de Valores de Colombia y la fusión de las Superintendencias de Valores y Bancarias en una nueva entidad, la Superintendencia Financiera. El 25% de los consejeros deben ser independientes y se definen los criterios para considerar si un consejero satisface las condiciones de independencia.

Los cambios mencionados –junto con otros que son señalados a lo largo de los capítulos– parecen haber sido insuficientes para alterar drásticamente la percepción en cuanto al marco regulatorio del MC en América Latina, que sigue siendo inadecuado en términos de una comparación internacional. En suma, las reformas legales en América Latina pueden ser entendidas como parciales, lo que no se ha traducido en un cambio significativo en términos de protección al inversionista en la región. En una comparación internacional, las reformas seguirán sido insuficientes hasta que los obstáculos superados sean significativos. La conclusión es que las modificaciones adicionales, para disminuir la deficiencia relativa en el marco regulatorio de protección de los intereses de los accionistas minoritarios en la región, son necesarias.

De acuerdo con López-de-Silanes, el *enforcement* (capacidad de hacer cumplir las normas) en América Latina puede mejorar, y no constituye la mayor fragilidad en relación con la GC y con el MC. La experiencia brasileña constata que la Comisión de Valores Mobiliarios (CVM), órgano responsable de la fiscalización del MC, aumentó sustancialmente el número de sentencias. En cuanto al tiempo promedio para determinar la sentencia, éste continúa siendo alto y, principalmente, la capacidad de cobrar las multas es baja.

En promedio, los reguladores del MC en América Latina poseen un poder similar de imponer sanciones cuando los comparamos con sus pares a nivel mundial. En el índice de *enforcement*, para una muestra de 49 países, la media mundial fue de 0,52 (variando de cero a uno; cuanto mayor, mejor), mientras que para los países de la OCDE y de América Latina fueron de 0,43 y 0,57. Aunque los valores atribuidos a los países latinoamericanos sean mayores, las diferencias no son estadísticamente significativas. De acuerdo con esta interpretación, el *enforcement* en América Latina puede mejorar, pero no constituye la mayor fragilidad en relación con la GC y con el MC.

1. Estructura patrimonial

El segundo grupo de comentarios se refiere a la estructura de propiedad. En el análisis de los casos se constata que una de las características estructurales de la GC y de los MC en América Latina es la elevada concentración patrimonial. Las familias aún mantienen, mayoritariamente, el control accionario de las compañías.

De los cuatro casos, el de Brasil presentó una trayectoria distinta. A partir de la promulgación de la NLSA en 2001, la regla para que las empresas abran el capital fue modificada, requiriendo ahora la emisión mínima de 50% de acciones con derecho a voto. Así, con poco más de 25% del capital es posible controlar la empresa. No obstante, aprovechando la ventaja del *boom* del MC en Brasil, se comenzaron a difundir empresas con control diluido. En los últimos años, la mayor parte de las firmas nuevas de Bovespa apenas lanzaron acciones ordinarias y algunas abdicaron incluso de la figura de accionista controlador definido. Las listas diferenciadas de Bovespa—Nivel 1, Nivel 2 y Nuevo Mercado (NM)—ciertamente fomentarán una mayor dispersión de la estructura accionaria en Brasil. Aunque sea una importante novedad en el escenario corporativo brasileño, a fines de septiembre de 2008 el valor de capitalización de compañías de control diluido era equivalente a solamente 4,75% del total de Bovespa. Más importante, en términos de Bovespa en su totalidad, la evidencia empírica indica que la participación promedio del mayor accionista pasó de 48% (en 2000) a 53% (en 2006), mientras que la participación de los tres mayores accionistas se incrementó de 59 a 69%, respectivamente.

En el caso brasileño, hay una importante correlación entre las ofertas públicas iniciales de acciones (IPO), el listado diferenciado de Bovespa y la participación de los inversionistas internacionales. Respecto al impacto de los fondos de pensión brasileños, en diciembre de 2008, los recursos aplicados en acciones eran equivalentes a 8,5% del valor de capitalización de Bovespa. En Chile, las Administradoras de Fondos de Pensiones (AFP) son el principal accionista minoritario (8,5% participación) de las sociedades anónimas abiertas. Las AFP tienen sus propios incentivos para ejercer un control y monitoreo en las empresas donde invierten los fondos de sus afiliados, ya que deben ser cuidadosos con los fondos de terceros que administran.

En Colombia, el crecimiento de las AFP ha sido el hecho más importante de los últimos quince años en el MC. Las AFP son la fuente de ahorro con capacidad para financiar proyectos de inversión de largo plazo y absorber grandes colocaciones de acciones o bonos en el mercado local. La participación conjunta de los fondos de cesantías, pensiones obligatorias y voluntarias pasó de representar menos del 1% en 1995 a 18% del PIB en 2007. En México, en cambio, el impacto de los fondos de pensiones en la Bolsa es limitado, porque el porcentaje de los activos netos de las sociedades de inversión especializada en fondos para el retiro que puede ser invertido en renta variable está restringido por ley.

El mercado accionario chileno se caracteriza por una alta concentración de propiedad, que se traduce en una baja liquidez en el mercado. En el año 2007, los tres mayores accionistas controlaban en promedio 69% de la propiedad de las empresas registradas en Bolsa y el mayor accionista un 50,7%, lo que implica un aumento en la concentración de propiedad de 15,3 y 7,9%, respectivamente. No obstante, esta alta concentración no ha significado inamovilidad en el traspaso de propiedad, estimándose que en los últimos 20 años más del 80% de las sociedades anónimas abiertas han cambiado de controlador.

En Colombia, también hay una alta concentración accionaria. Durante el período 1996-2004, en casi todas las empresas del sector real, los primeros cuatro accionistas tenían más del 51% de los votos directos. La concentración de propiedad en manos del accionista más grandes ha aumentado. En particular, la participación del mayor accionista en relación con el flujo de caja se expandió de 36 a 46%. El segundo mayor accionista tiene en promedio un 15% de participación accionaria, lo que implica que este accionista puede formar una coalición mayoritaria y controlar efectivamente la desviación de rentas del primero. También deben considerarse las estructuras piramidales, que posibilitan al accionista controlador apalancar su propiedad directa y ejercer control. La evidencia muestra que un accionista controlador necesita por lo menos 38% de propiedad para obtener un 51% de los derechos de control en Colombia.

En México, la estructura de propiedad de las empresas listadas es familiar con altos niveles de concentración. En promedio, la participación en el capital accionario del grupo controlador se ubica en alrededor de 66% en las empresas listadas. Las reformas en el marco legal de la GC realizadas en esta década no prohíben la emisión de numerosas clases de acciones, dando oportunidad a que afloren conflictos de interés entre accionistas mayoritarios y minoritarios, que resultan poco atractivas para los pequeños inversionistas. En estructuras patrimoniales concentradas, el conflicto típico involucra a accionistas mayoritarios y accionistas minoritarios: los primeros pueden expropiar riqueza de los minoritarios en su propio beneficio.

En resumen, la estructura patrimonial es bastante concentrada en América Latina, incluso en Chile donde se realizó una privatización con miras a la dilución del capital y que vivió varios cambios del control accionario. El principal cambio en términos de estructura patrimonial ha sido el aumento de la relevancia de los fondos de pensiones en Chile, Colombia y Brasil; en México aún se encuentran en un bajo nivel de maduración. Este último presentó un nuevo fenómeno –el surgimiento de compañías de capital diluido– a pesar de ser poco significativas en términos de capitalización.

2. Prácticas de gobernanza corporativa (GC)

Respecto a las prácticas de GC, se identifican como temas cruciales: los Códigos de Buenas Prácticas de Gobernanza Corporativa (Cbpgc), el consejo de administración (CA) y la transparencia e integridad de la información (*disclosure*). Al analizar las distintas experiencias nacionales se observa que el primer Código de Mejores Prácticas de México (1999) fue publicado por el Consejo Coordinador Empresarial y adoptado por la Bolsa Mexicana de Valores (BMV), la cual solicitó a las empresas listadas su adhesión obligatoria. El nuevo código incluye 47 recomendaciones a manera de mejores prácticas de GC, dentro de las que se han agregado algunas relacionadas con la ética y responsabilidad social corporativa, la

prevención de actos y operaciones indebidas y medidas para evitar conflictos de interés. El incentivo voluntario se ha ido transformando en el incentivo “cumplir o explicar”.

En Colombia, la antigua Superintendencia de Valores (2001) hizo obligatorio, para los emisores de valores, adoptar en sus estatutos códigos de buen GC si sus títulos de renta fija o variable eran adquiridos por los fondos de pensiones privados. En 2007 se elaboró el Código de Mejores Prácticas Corporativas de Colombia, denominado Código País. Consiste en un instrumento voluntario basado en el Código Andino de Gobierno Corporativo de la Corporación Andina de Fomento (CAF). Con un código unificado, se busca estandarizar las prácticas de GC dispersas en distintos códigos de buenas prácticas de GC adoptados por los diferentes emisores de valores.

En Brasil, la CVM divulgó su listado de recomendaciones de GC en 2002 y el Instituto Brasileño de Gobernanza Corporativa (IBGC) hizo público su Cbpgc en 1999 (en 2009 se presentará una nueva versión). El Código de la CVM enfatiza temas relacionados con la estructura de propiedad y los derechos de los accionistas, al mismo tiempo que el IBGC destaca el CA. No obstante, el Código del IBGC es considerado más amplio que el de CVM. Ambos códigos son voluntarios; consecuentemente, no obliga a las firmas a adoptar sus recomendaciones ni tampoco a divulgar el nivel de adecuación a ellas.

Respecto a la institucionalidad existente en los países estudiados ha habido avances importantes. La principal innovación institucional en Brasil fue el listado diferenciado de Bovespa, que comprende tres niveles: Nivel 1, Nivel 2 y Novo Mercado de nuevas prácticas de GC. Las compañías Nivel 1 se comprometen a mejorar el suministro de información al mercado y la dispersión accionaria. En el Nivel 2, la empresa y sus controladores adoptan un conjunto más amplio de prácticas de GC y de derechos adicionales para los accionistas minoritarios. La principal regla del NM es la prohibición de emisión de acciones preferenciales (sin derecho a voto). Los participantes del NM deben también adoptar todas las obligaciones del Nivel 1 y 2. El listado diferenciado de Bovespa fue determinante para que nuevas empresas promovieran IPO y tomaran ventaja de la bonanza. Como los reguladores brasileños no tenían fuerza para hacer obligatorias algunas medidas, la opción fue introducirlas como recomendaciones voluntarias a las compañías. En ese sentido, el Cbpgc y el listado diferenciado de Bovespa sirven como incentivos voluntarios complementarios al incentivo legal.

En México, el incentivo legal asimiló aspectos positivos del incentivo voluntario. En Colombia, se adoptó el incentivo voluntario. En Chile el gobierno consiguió realizar las reformas legales del GC y del MC, por lo que se considera que un Cbpgc carece de fuerza suficiente y efectividad. El análisis comparativo de las cuatro experiencias ilustra bien los diferentes usos de los incentivos y cómo pueden ser modificados en el tiempo.

Sobre los distintos aspectos del CA se destacan: la composición y formalización de comités específicos (auditoría, remuneración, estrategia, etc.). En Chile, la Ley de OPA establece que el CA debe estar conformado mayoritariamente por consejeros independientes.¹ De hecho, ya existen CA integrados mayormente por consejeros independientes, quienes han discutido y votado en juntas de accionistas los temas más sensibles, como las transacciones entre partes relacionadas.

¹ Considerando la estructura de propiedad en Chile, se define consejero independiente aquel que es electo sin el voto decisivo del controlador, es decir, por los accionistas minoritarios.

En México, el CA en la Sociedad Anónima (SA) y Sociedad Anónima Promotora de Inversión (SAPI) debe tener dos o más consejeros, pero no está obligado a tener consejeros independientes. Para la Sociedad Anónima Promotora de Inversión Bursátil (Sapib) la exigencia mínima es dos consejeros y al menos uno independiente. El CA en las Sociedades Anónimas Bursátiles (SAB) puede tener un máximo de 21 consejeros, de los cuales el 25% deben ser independientes.

En Brasil, el CA es obligatorio para las compañías abiertas y debe estar compuesto por un mínimo de tres miembros, pero no se determina un porcentaje mínimo de consejeros independientes. Tanto la CVM como el IBGC recomiendan CA de cinco a nueve miembros. Las compañías que están listadas en el Nivel 2 y en el NM deben contar con por lo menos cinco consejeros y con un mínimo de 20% de consejeros independientes. Según una encuesta reciente, la media de consejeros independientes es actualmente de 28%.

En Colombia, el CA responde a la estructura de control de las firmas y de los conglomerados a las que están afiliadas. Los CA reflejan los intereses de los inversionistas mayoritarios y la participación de directores independientes en las juntas. En general, el CA está formado por entre seis y veinte miembros, con un promedio de 9,85 consejeros. La media de directores extranjeros es de 8%. Este resultado es explicado por la inclusión de subsidiarias de empresas multinacionales. La ley establece que un 25% de sus miembros del CA deben ser independientes y se definen los criterios para considerar cuando una persona satisface las condiciones de independencia.

Se puede concluir que la participación de consejeros independientes en los CA varía conforme el país. Es definida por ley en Chile, Colombia y México (en este último la proporción depende del tipo de sociedad anónima). En Brasil, es un incentivo voluntario aceptado por las empresas que están en los segmentos más exigentes del listado diferenciado de Bovespa.

Otra característica del CA se refiere al grado de formalidad de sus procesos, que involucra reglamentos internos describiendo el papel y las responsabilidades de los consejeros así como la constitución de comités de auditoría, de remuneración, de estrategia, etc. En México, el Cbgpc sugiere que los comités sean gradualmente conformados exclusivamente por consejeros independientes. Los comités deben tener al menos tres miembros y un máximo de siete, deben informar trimestralmente al CA sobre su actividad y el comité de auditoría debe ser presidido por un consejero independiente.

En Chile, las empresas han prestado especial atención a los comités de auditoría, que son obligatorios por la Ley de OPA. Aproximadamente 83% de las empresas creen que esos comités son más efectivos en relación con hace cinco años, lo que ratifica la creciente importancia de su papel. Existe también un alto nivel de satisfacción respecto de los juicios y estimaciones financieras de la gerencia, los reportes financieros y el cumplimiento de la regulación. Sólo se requiere mejorar la gestión del riesgo informático.

En Colombia, la nueva ley estipula que los comités de auditoría deben tener por lo menos tres personas que preferiblemente sean miembros independientes. Al menos el presidente del comité debe ser independiente del CA.² En Brasil también se percibe una creciente preocupa-

² El comité de auditoría tiene como principal función garantizar la calidad de la información financiera teniendo en cuenta el riesgo sistémico del negocio.

ción con la formalización de los procesos pero una investigación reciente verificó que sólo el 26% de las compañías brasileñas listadas tienen comités.

En términos de revelación de información o *disclosure*, América Latina es la región con peor clasificación en términos de requerimiento obligatorio de *disclosure* acerca de los potenciales conflictos de interés en el momento de una IPO. El promedio mundial fue estimado en 0,60, y la media de los países de la OCDE fue ligeramente superior (0,61). Por otro lado, la media latinoamericana fue de tan solo 0,31.

Los países de la región poseen pocas regulaciones respecto a la obligación de divulgar los términos de contratos relevantes y de las transacciones con partes relacionadas. Argentina, Chile y México consiguieron aproximarse a la media mundial en términos de *disclosure*, pero el resto de los países están mucho más lejos. Con los recurrentes escándalos de firmas, esta situación ha recibido una mayor atención por parte de los formuladores de políticas públicas e inversionistas.

3. Desempeño del mercado de capitales

Sobre el desempeño de los mercados de capitales (MC), López-de-Silanes considera que el desempeño del MC en América Latina ha sido insatisfactorio en los últimos veinte años. En el bienio 2006-2007 el índice de capitalización en relación con el PIB presentó una trayectoria al alza. Pero este incremento no fue producto del ingreso de más empresas en las Bolsas; por el contrario, este fue aprovechado por algunas grandes empresas que ya existían, muchas de ellas listadas también en otros MC. El número de empresas por millón de habitantes en la región se redujo de 4,6 en 1990 a sólo 2,9 en 2007. A manera de comparación, este indicador para la OCDE aumentó de 20 a 28,3, respectivamente.

El autor sostiene que los MC en América Latina están rezagados en relación con la mayoría del mundo. Esto es particularmente cierto cuando se compara con la mayoría de los países de la OCDE; con excepción de Chile y, más recientemente de Brasil, ha habido poco dinamismo en el resto de los MC latinoamericanos a lo largo de las últimas dos décadas. En Chile el valor de capitalización en relación con el PIB pasó de 80% en 2000 a 130% en 2007. En el año 2000, había 249 empresas listadas en Bolsa, número que se redujo a 241 en 2007. En México, el número de emisoras en la Bolsa ha disminuido significativamente en los últimos diez años, pasando de 219 en 1997 a 94 en el 2008. De seguir esta tendencia, la Bolsa podría desaparecer. Sobre los valores de capitalización frente al PIB, éstos disminuyeron de 22% (en 2000) a 16% (en 2002), recuperándose en 2007 llegando a 45%.

En Colombia, el MC se ha convertido en un mercado residual con pocas IPO y un nivel estructuralmente bajo de volumen transado de acciones. En los últimos cinco años, los resultados han sido mixtos. Por un lado, entre los factores positivos para la profundización bursátil está la entrada de empresas privatizadas del sector energético y de servicios públicos domiciliarios, lo que cambia la estructura del tipo de empresas que cotizan en Bolsa. Por otro, se ha observado una mayor valoración de las empresas listadas. El valor de capitalización en relación con el PIB pasó de 18% en 2003 a 59% en 2007, pero acompañado por una mayor cancelación de registros de Bolsa.

La alta concentración de transacciones en pocas acciones también ha sido una deficiencia estructural del MC en Brasil que no cambió ni siquiera en el período de bonanza. A pesar de

no haber promovido cambios en el marco legal tan profundos como Chile, el desempeño de su MC ha sido importante. El valor de capitalización en relación con el PIB se incrementó de 35% en 2000 a 104% en 2007. Distintas razones explican el retroceso de Bovespa desde los noventa, tal vez la más importante ha sido la adquisición de empresas nacionales por parte de extranjeras, las cuales han optado por el cierre de capital de las empresas adquiridas. Sin embargo, a partir de 2006, esta trayectoria ha tendido al incremento en el número de empresas llegando a 404 compañías en 2007. No sólo el proceso de cierre disminuyó su intensidad, sino que Brasil pasó a vivir una reanudación de las IPO muy relacionada con los listados diferenciados de Bovespa. De un total de 110 empresas que iniciaron sus negocios en Bovespa a partir de 2004, 79 estaban en el NM. Los listados diferenciados de Bovespa fueron, quizás, la principal innovación institucional del MC en América Latina de esta década, especialmente por tratarse de un incentivo voluntario.

4. Recomendaciones de política

Esta última sección rescata las principales recomendaciones de políticas. Cada uno de los países elaboró varias recomendaciones de política pública así como de conducta empresarial. López-de-Silanes argumenta que las leyes y la aplicación de las mismas son cruciales para el desarrollo del MC. Sin embargo, algunos tipos de regulaciones son más eficientes que otras. La evidencia empírica, en algunas situaciones, ha indicado que la concesión de mayores poderes a los reguladores y el endurecimiento de las sanciones criminales civiles no están entre las medidas más eficaces. Sin embargo, la crisis financiera en Estados Unidos pone en tela de juicio dicha afirmación y la efectividad de la autorregulación. Las leyes que facilitan el *enforcement* privado de las leyes (que incluye el *disclosure* en transacciones con conflictos de interés y procedimientos simples de recuperación de pérdidas de los inversionistas) son más relevantes, principalmente en los países menos desarrollados. La eficiencia del sistema judicial también es de suma importancia. López-de-Silanes considera que los cambios regulatorios deberían privilegiar la simplificación de regulaciones innecesarias y mejorar las medidas que lleven a una mayor transparencia y *disclosure*.

Los autores que examinaron las experiencias nacionales presentan recomendaciones más específicas, como puede observarse en el cuadro 1. Sin embargo, no es de esperar que dichas recomendaciones coincidan en todos los países, pues éstos están en situaciones distintas ya sea en relación con el uso de incentivos legales y voluntarios o a la dinámica del MC. Se puede decir que uno de los principales problemas del MC en América Latina es la reducción de las empresas listadas en Bolsa, como se observa especialmente en los casos colombiano y mexicano. En Chile se verifica la misma trayectoria, aunque menos intensa. En Brasil, esta tendencia fue muy relevante hasta mediados de la presente década, pero fue revertida a partir del momento en que varias empresas aprovecharon los años de bonanza para promover IPO. Como forma de compensar la desconfianza por la fragilidad del marco regulatorio y el desconocimiento de las actividades desempeñadas por las compañías recién llegadas, se tornó un imperativo comprometerse con las reglas más rígidas de GC que son exigidas a las empresas que adhieren a los listados diferenciados de Bovespa. En ese ámbito, con certeza el NM es una experiencia interesante, sin embargo no debe ser considerada como la panacea. En países como Chile, que ya presenta un marco regulatorio más desarrollado, el NM no traería

Cuadro 1
RECOMENDACIONES DE POLÍTICAS COMPARADAS

País	Tipo	Destinatarios	Recomendaciones
Brasil	Autorregulación	Cámara Consultiva del Nuevo Mercado (NM) de la Bolsa de Valores de São Paulo (Bovespa)	Aumentar la participación de los consejeros independientes para las compañías listadas en el NM.
Brasil	Autorregulación	Cámara Consultiva del NM de la Bolsa de Valores de São Paulo (Bovespa)	Obligar a las empresas listadas en el NM a constituir un consejo fiscal, con participación predominante de representantes de accionistas minoritarios.
Brasil	Regulatoria	Comisión de Valores Mobiliarios (CVM)	Revisar el Código de Buenas Prácticas de Gobernanza Corporativa (Cbpgc) y hacerlo obligatorio, con base en el principio "cumplir o explicar".
Brasil	Voluntaria	Empresas	Mejorar la conducta relacionada con: a) transacciones con partes relacionadas; b) posibilidad de préstamos para los accionistas controladores y partes relacionadas; c) divulgación acerca de la remuneración de los administradores; d) falta de mecanismos que faciliten la participación de los accionistas en las asambleas anuales.
Brasil	Voluntaria	Empresas	Divulgar: a) las consideraciones relevantes asumidas para el cálculo del valor justo de los instrumentos financieros; b) evidencia de qué métodos fueron utilizados para la medición de los riesgos financieros a los cuales la empresa está expuesta.
Chile	Legal	Congreso	Aprobar el Mensaje N° 563-355 del 28 de agosto de 2007, que corresponde a un proyecto de ley que introduce perfeccionamientos a la normativa que regula la gobernanza corporativa, en particular: a) transparencia; b) corrección de las asimetrías de información, reducir los costos de información y coordinación; c) fortalecimiento de los derechos de los accionistas minoritarios; d) autodeterminación.
Chile	Legal	Congreso	Aprobar el proyecto de ley que propone que el directorio de la empresa pública Codelco cuente con las mismas facultades y atribuciones establecidas para el funcionamiento de las sociedades anónimas.

(Continúa en la página siguiente)

(Continuación cuadro 1)

País	Tipo	Destinatarios	Recomendaciones
Colombia	Legal	Congreso	Simplificar el régimen tributario, retomando la propuesta de reforma tributaria estructural de 2004.
Colombia	Legal	Congreso	Homologar los impuestos sobre pago de dividendos y sobre ganancias ocasionales.
Colombia	Legal	Congreso	Cambiar la regulación sobre los portafolios de los fondos de pensiones.
Colombia	Operacional	Bolsa de Valores de Colombia (BVC) y Banco Interamericano de Desarrollo (BID)	Mejorar el programa Colombia Capital, que busca desarrollar mecanismos de financiación alternativos e inversiones de largo plazo para empresas e inversionistas.
México	Operacional	Bolsa de Valores de México (BVM)	Formular e implementar una estrategia de negocios deliberada para profundizar y aumentar la liquidez del mercado de valores.
México	Operacional	Bolsa de Valores de México (BVM)	Explorar opciones extrajudiciales para revitalizar el mercado de valores, quizás usando como modelo al Novo Mercado de Brasil.
México	Operacional	Bolsa de Valores de México (BVM)	Realizar una campaña de promoción permanente para educar al sector empresarial, particularmente las empresas medianas, acerca de los beneficios que les representaría listarse.
México	Legal	Congreso	Igualar los sistemas de gobernanza corporativa de las instituciones financieras con las que aplican a las empresas públicas. Se requiere modificar varias leyes.
México	Regulatorio (Cumplir la norma)	Empresas	Revelar información a los organismos reguladores sobre la composición, integración y estructura de los consejos de administración.
México	Regulatoria	Gobierno, sistema judicial y empresas	Cumplir al menos con la ley y establecer mecanismos para verificar dicho cumplimiento.
México	Voluntario	Empresas, instituciones financieras	Adoptar voluntariamente los principios de la OCDE para los inversionistas institucionales.

Fuente: elaboración propia.

ganancias adicionales. En el caso de Colombia y México, que modificaron recientemente su marco legal, los respectivos autores concluyeron que la reproducción del NM no sería factible en el corto plazo. Para los otros países latinoamericanos, principalmente cuando la emisión de acciones preferenciales (sin derecho a voto) es relevante, es más interesante replicar algunas de las características del NM. El NM es una innovación institucional que podría ayudar a dinamizar el MC de algunas naciones latinoamericanas, una vez superada la crisis financiera global.

En Chile, a pesar de poseer un buen marco regulatorio, se hace imprescindible mejorar la protección de los accionistas minoritarios en los ámbitos de gobernanza corporativa, tomas de control y mercado de valores. En Colombia, la política financiera necesita incentivar la entrada de empresas privadas de sectores tradicionales a la Bolsa —muchas veces lideradas por grandes grupos empresariales— donde hay un gran potencial de crecimiento de emisores de títulos. El programa *Colombia Capital* busca desarrollar mecanismos de financiamiento alternativos e inversiones de largo plazo para empresas e inversionistas que deseen cotizar en Bolsa. Las principales recomendaciones de las políticas públicas están relacionadas con: a) simplificación del régimen tributario; b) homologación de los impuestos sobre pago de dividendos y sobre ganancias ocasionales; c) cambio en la regulación sobre los portafolios de fondos de pensiones; d) estructuración de proyectos de inversión que involucren fondos de capital privado y financiación por medio del mercado primario con deuda o patrimonio.

En México, mientras no se proteja al pequeño inversionista su participación será baja y, en estas circunstancias, el tamaño de la Bolsa continuará siendo reducido en comparación con las de otros países. La recomendación es que para fortalecer la Bolsa se requiere de leyes que protejan al inversionista pequeño, pues la actual LMV no es clara al respecto. Por otra parte, se requiere que los órganos reguladores se concentren en hacer cumplir las leyes vigentes.

En Brasil, el esfuerzo por perfeccionar la GC se debería concentrar en las buenas prácticas empresariales y en las políticas públicas. Esto involucra tanto la actuación de la CVM, como la de los demás participantes del MC brasileño. Actualmente se están revisando las normas del listado diferenciado de Bovespa. Sería oportuno utilizar dicha revisión de las reglas de listado diferenciado para inducir mejoras en la composición (particularmente, la participación de los consejeros independientes) y el funcionamiento de los CA. Se requiere que todas las empresas listadas en el NM estén obligadas a constituir un comité fiscal, con participación predominante de representantes de accionistas minoritarios. Otra medida recomendable es que la CVM revise su Cbpgc y lo haga obligatorio, sobre la base de “cumplir o explicar”.

Es temprano para evaluar todos los desdoblamientos de la crisis financiera global, sin embargo podríamos adelantar algunas de las consecuencias evidentes en términos de costo del capital, el cual será más elevado. Las compañías tendrán más dificultades en obtener recursos de afuera, así como en garantizar la continuidad de las operaciones actuales y de varios proyectos de expansión. Con el retroceso de los precios de los *commodities*, los desafíos para los países latinoamericanos son considerables, dada la reducción de los volúmenes exportados y la disminución de las transferencias unilaterales. Una agenda acorde con un nuevo escenario debería apuntar un perfeccionamiento de la GC que no se restrinja únicamente a los impactos sobre el MC, sino al conjunto de la economía.

AUTORES

Álvaro Clarke de la C. Chileno, economista de la Universidad de Chile (1985), doctor en economía de la Universidad de Lovaina (1993). Presidente de ICR Clasificadora de Riesgo; socio principal de Clarke & Asociados (a la fecha); miembro de la Comisión Presidencial para la Reforma Previsional de Chile; director académico del Centro de Gobierno Corporativo de la Universidad de Chile. Superintendente de Valores y Seguros de Chile (2000-2003), presidente de Assal y del Instituto Iberoamericano del Mercado de Valores (2001-2003). Vicepresidente de Cosra (2000-2002). Áreas de interés: gobiernos corporativos, reformas financieras de mercados de valores y seguros, fondos de pensiones, titularización de activos, reestructuración de pasivos y optimización financiera.

Luis H. Gutiérrez. Colombiano, economista de la Universidad del Atlántico en Barranquilla, Colombia (1988); magíster en economía de la Universidad Nacional de Colombia (1992); doctor en economía de la Universidad de Florida (2000). Profesor de la facultad de Economía de la Universidad del Rosario en Bogotá, Colombia. Banco de la República, Unidad de Análisis Macroeconómico del Departamento Nacional de Planeación y jefe de la División de Análisis Industrial (2001-2005). Áreas de interés: economía industrial y regulación, economía financiera, microeconomía, telecomunicaciones y TIC, y gobernabilidad corporativa.

Florencio López-de-Silanes. Mexicano, economista del Instituto Autónomo de México (1989), doctor en economía de la Universidad de Harvard (1993). Profesor de finanzas y derecho y director del programa de investigación de gobernanza corporativa de Edhec, Business School, París (2007 a la fecha). Profesor invitado de economía y presidente de PSE-Edhec en derecho y economía de la Escuela Normal Superior, Paris-Jourdan Sciences Economiques (2005 a la fecha). Profesor de finanzas y gobernabilidad, jefe del departamento de finanzas y presidente del Comité de MBA y maestrías internacionales, Facultad de Economía y Negocios, Universidad de Ámsterdam (2006-2007). Profesor de finanzas y economía en la Universidad de Yale (2001-2005). Áreas de interés: economía y finanzas, gobiernos corporativos y administración.

Germano M. de Paula. Brasileño, economista de la Universidad Federal de Uberlândia (1987), maestría y doctorado en Economía de la Universidad Federal de Río de Janeiro (1992-1998). Posdoctorado en Economía de la Universidad de Oxford (1999). Profesor del Instituto de Economía de la Universidad Federal de Uberlândia, Brasil. Premio IBGC de Monografías en Gobernanza Corporativa (2006). Áreas de interés: estudios sectoriales (con énfasis en la industria siderúrgica y minera), organización industrial, gobierno corporativo, defensa de la competencia, regulación y estrategias empresariales.

Georgina Núñez. Mexicana, licenciada en relaciones internacionales de la Universidad Nacional Autónoma de México (UNAM) (1981), maestría en economía y política internacional del Centro de Investigación y Docencia Económicas AC (CIDE) (1983). Diploma en Dirección de Exportaciones (1990) y en Finanzas (1995) de la Pontificia Universidad Católica de Chile. Investigadora asociada del Instituto de Estudios de Estados Unidos (CIDE) y profesora de pregrado y posgrado en la UNAM y en la Universidad Iberoamericana (1985-1988). Consultora de la Facultad Latinoamericana de Ciencias Sociales (Flacso) y de la Dirección General Económica de la Cancillería en Chile (1993-1995). Desde 1998 trabaja para la CEPAL primero en Chile y actualmente en la oficina de Washington, en temas de: financiamiento privado al desarrollo sostenible, responsabilidad social corporativa y gobernanza corporativa en América Latina y el Caribe.

Andrés Oneto. Peruano, economista de la Pontificia Universidad Católica del Perú. MBA en finanzas y negocios internacionales del Stern School of Business de la Universidad de Nueva York. Actualmente se desempeña como ejecutivo en el programa de apoyo a la competitividad en la Corporación Andina de Fomento (CAF). Fue consultor senior en Procapitales, promoviendo el desarrollo del mercado de capitales en Perú. Fue consultor financiero en BCC & Asociados; subgerente de finanzas de Inversiones MyS S.A. y funcionario de negocios de banca corporativa y analista de riesgos en el Banco de Crédito del Perú. Profesor de finanzas en la Universidad Peruana de Ciencias Aplicadas (UPC).

Esteban Pérez Caldentey. Español, economista de la Universidad Autónoma de Madrid (1988) y doctor en economía del New School for Social Research de Nueva York (1995). Trabajó para el New School for Social Research; en Naciones Unidas para el PNUD y Unicef; y en CEPAL como oficial de asuntos económicos en las subsedes regionales de México y Trinidad y Tobago (1995-2001) y coordinador de la unidad de economía de la oficina de Trinidad y Tobago (2001-2006). Áreas de interés: temas relacionados con desarrollo y crecimiento económico, comercio internacional, política fiscal, desastres naturales y macroeconomía para economías pequeñas. A la fecha es oficial de asuntos económicos de la sección de estudios para el desarrollo de CEPAL, Santiago, y trabaja temas de financiamiento para el desarrollo, finanzas y macroeconomía.

Carlos Pombo. Colombiano, economista de la Pontificia Universidad Javeriana, Bogotá, Colombia (1990); maestría en economía de la Universidad de los Andes, Bogotá, Colombia (1994) y doctorado en economía de la Universidad de Illinois en Urbana-Champaign (1999). Profesor en la Escuela de Graduados en Economía y Finanzas de la Universidad de los Andes

(2007 a la fecha). Profesor del departamento de economía en la Universidad del Rosario, Colombia (2000-2005). Áreas de interés: organización industrial, economía de la regulación, finanzas corporativas, teoría de juegos y econometría aplicada.

Daniel Titelman. Chileno, economista de la Universidad de los Andes, Bogotá, Colombia; candidato a doctor en Economía de la Universidad de California en San Diego. Diploma Superior en Ciencias Sociales de la Facultad Latinoamericana de Ciencias Sociales (Flacso). jefe de la Sección de Estudios del Desarrollo, CEPAL (a la fecha). Ex coordinador de la Unidad de Estudios Especiales y experto principal en política financiera y monetaria. Coordinador de proyectos conjuntos entre la CEPAL y los gobiernos de Alemania y Suecia en materia de desarrollo financiero. Áreas de interés: economía y finanzas, financiamiento al desarrollo económico y mercados de capitales.

Helvia Velloso. Brasileña, economista de la Universidad Federal de Río de Janeiro (1985); maestría en Economía (1991) de la Universidad de California en Berkeley con especialización en Economía internacional, finanzas y desarrollo económico. Oficial de asuntos económicos de la Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL), oficina Washington (1998 a la fecha). Consultora para la Unidad de Comercio de la Organización de los Estados Americanos, OEA (1996-1997); profesora asistente, Departamento de Economía, Universidad de California, Berkeley (1993-1994) y asesora técnica de la ex Comisión de Política Aduanera del Ministerio de Economía de Brasil (1986-1988). Áreas de interés: análisis de la economía de EE.UU., economía internacional y finanzas, análisis de mercado de capitales.

Héctor Viscencio B. Mexicano, ingeniero mecánico del Tec de Madero (1972); maestría en administración de empresas agropecuarias del Itesm (1976); doctorado en Economía agrícola, Universidad de Texas A&M (1985). Profesor de administración y finanzas del programa de posgrado de Itesm (1997 a la fecha). Director del Centro de Mejores Prácticas Empresariales y Gobernanza Corporativa, Egade, Itesm (2006 a la fecha); director del Centro de Competitividad Internacional, Itesm (1989-1997). Áreas de interés: gobiernos corporativos, competitividad internacional, finanzas, administración, sectorial agricultura.

COMENTARISTAS

Andrés Bernal. Colombiano, abogado de la Universidad del Rosario, Bogotá, Colombia; maestría en Derecho financiero y corporativo de la Universidad de Delaware. Socio principal de la firma Governance Consultants. Consultor del Global Corporate Governance Forum en el proyecto Sapib en México. Áreas de interés: gobiernos corporativos y responsabilidad corporativa.

Heloisa B. Bedicks. Brasileña, economista de la Universidad de Campinas y licenciada en Ciencias contables de la Pontificia Universidad Católica de Campinas (PUC-Campinas). Especialización en Gobernanza Corporativa de la Universidad de Yale y el Global Corporate Governance, y en Consejos de Administración de la Universidad de Chicago. Maestría en Administración Financiera de la Universidad Presbiteriana Mackenzie, São Paulo, Brasil. Directora ejecutiva del Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC). Miembro del Consejo Consultivo del Fondo Ético del ABN AMRO Asset Management, del Centro de Estudios de Governança de la Universidad de São Paulo (USP) y del Índice de Sustentabilidad Empresarial de Bovespa.

Hugo Lavados. Chileno, economista de la Universidad de Chile y doctor en economía de la Universidad de Boston. Ministro de Economía de Chile a la fecha. Superintendente de Valores y Seguros (1990-1994) y miembro de la comisión resolutive antimonopolios. Presidente del grupo de trabajo sobre internacionalización de mercados emergentes (1991-1993). Gerente general del Banco BHIF-BBVA Chile (1994-1998), socio director de la División “Transaction Advisory Services” de Ernst & Young Chile (2000-2003), director de la Dirección de Promoción de Exportaciones ProChile (2003-2006).

Mario Marcel. Chileno, economista de la Universidad de Chile, doctor en Economía de la Universidad de Cambridge. Gerente sector de capacidad institucional y finanzas del Banco Interamericano de Desarrollo (BID) en Washington D.C. (2008 a la fecha). Miembro del directorio del sistemas de empresas públicas (2000-2007), presidente del grupo asesor presidencial para la reforma del sistema de pensiones (2006), presidente del directorio de auditoría interna del gobierno (2003-2006), director de la oficina de presupuesto del Ministerio de Hacienda de Chile (2000-2006).

Manuel Marfán. Chileno, economista de la Universidad de Chile (1977), doctor en economía de la Universidad de Yale (1986). Miembro del directorio del Banco Central de Chile desde 2003 hasta la fecha, director de la División de Desarrollo Económico de CEPAL (2000-2003), ministro de Hacienda de Chile (1999-2000), subsecretario de Hacienda y presidente del Comité del Mercado de Capitales (1994-1999), asesor del ministro de hacienda de Chile (1993-1994), coordinador de políticas macroeconómicas y secretario ejecutivo de Comité económico de ministros en Chile (1990-1991).

Miguel Molina. Mexicano, economista de la Universidad Iberoamericana, Maestría en economía del London School of Economics. Director de CFI Consultores en México (1992 a la fecha). Áreas de experiencia: sector de energía, microeconomía y econometría de varias industrias (aérea, petroquímica, *commodities* internacionales, migración y marginalidad económica urbana, análisis de mercado eléctrico, política fiscal y sector bancario).

Charles Oman. Estadounidense, doctor en economía de la Universidad de California, Berkeley. Director de Estrategia del Centro de Desarrollo de la OCDE (a la fecha). Profesor de Economía en Berkeley y en la Escuela de Administración y Negocios para Graduados (ESAN) Lima, Perú. Áreas de especialización: gobernabilidad pública y corporativa en el comportamiento de la inversión y la productividad del trabajo en países en desarrollo y en economías emergentes.

Gobernanza corporativa y desarrollo de mercados de capitales en América Latina

La actual crisis ha puesto en tela de juicio el desempeño de las empresas, en términos de su gobernanza y del impacto negativo que sus deficiencias han tenido sobre el desarrollo de los mercados de capitales en el mundo. Factores como el retroceso en la capitalización de las empresas que cotizan en las bolsas de valores, el mal desempeño empresarial en términos de gobernanza y gestión de riesgo, los marcos regulatorios débiles, los mecanismos de rendición de cuentas laxos o inexistentes y la falta de transparencia en términos de suministro de información importante para el mercado muestran un rezago cada vez mayor en la capacidad de gestión de las empresas. Esta situación requiere una atención inmediata no sólo de los gobiernos, sino también de los distintos agentes del mercado. En este sentido, la aparición de este libro es muy oportuna, por cuanto los temas que en él se tratan son parte integral de los diagnósticos realizados por las distintas instancias académicas y políticas que hoy analizan la construcción de una nueva arquitectura financiera.

Esta publicación es el resultado de un trabajo conjunto entre la Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL) y la Corporación Andina de Fomento (CAF).



ISBN 978-950-8307-33-6

