

# InDret

*El govern corporatiu com a estratègia  
de creació de valor*

**Cándido Paz-Ares**  
Catedràtic de Dret Mercantil  
Universidad Autónoma de Madrid

Working Paper núm: 182  
Barcelona, gener de 2004  
[www.indret.com](http://www.indret.com)

## Sumari\*

### I. Introducció

1. L'aposta del mercat de capitals colombià pel govern corporatiu
2. Un breu apunt sobre l'experiència espanyola
3. El govern corporatiu com a càlcul: formulació de la hipòtesi i sistema de l'exposició

### II. Fonaments empírics

4. Els mitjans de comprovació: com calcular que el govern corporatiu és un càlcul?
5. Govern corporatiu i valoració de les empreses en els mercats desenvolupats
6. Valor afegit diferencial: el govern corporatiu paga més en els mercats emergents que en els mercats desenvolupats
7. L'impacte del govern corporatiu sobre la valoració de les empreses en els mercats emergents: evidència d'alguns mercats nacionals

### III. Recapitulació

8. Els reptes de Colòmbia: bon govern institucional i bon govern contractual
9. Bon govern contractual: mecanismes de coordinació i credibilitat
10. Una consideració final sobre la recepció de les polítiques de bon govern

\* El present treball constitueix una versió ampliada de la conferència dictada per l'autor a la *Bolsa de Valores de Colombia* dins l'esdeveniment de llançament del programa "Fortalecimiento del mercado de valores" (Bogotà, 25 de juny de 2003). Aquesta circumstància explica les mencions personals i altres llicències pròpies del gènere, que s'han mantingut en el text escrit.

## I. Introducció

### 1. L'aposta del mercat colombià de capitals pel govern corporatiu

Els mercats de capitals tenen quelcom prodigiós o miraculós: a ells aflueixen milers de milions de pesos a canvi de simples papers. L'única explicació del prodigi rau en la confiança que tots aquests fons milionaris seran gestionats adequadament i que els seus rendiments no seran distribuïts de forma asimètrica. El govern corporatiu no té cap altre objectiu més que enfortir aquesta confiança sumministrant instruments de salvaguarda i supervisió aptes per alinear els incentius dels *insiders* (l'equip directiu i el grup de control) amb els interessos dels *outsiders* (els accionistes minoritaris). El mercat colombià mostra una elevada taxa de concentració de propietat i una reduïda valoració de les empreses<sup>1</sup>, la qual cosa es tradueix en un nivell de liquidesa baix i en un cost de capital alt. Aquestes circumstàncies desanimen els inversors i els propis emissors i, a la fi, condemnen els mercats a decaure<sup>2</sup>. Per remuntar la situació, és crucial restablir la confiança mitjançant una política de govern corporatiu. Una política d'aquesta classe pot ser un negoci rodó per a tots; per a les empreses, perquè les ajuda a captar nous fons i a rebaixar el seu cost de capital; per als inversionistes, perquè els ajuda a reduir al risc de cartera i a millorar les seves expectatives de rendiment; pels mercats perquè els ajuda a créixer en tamany, profunditat i liquidesa<sup>3</sup>. La confiança no es retorna, malgrat això, de la nit al matí. Requereix la convergència de moltes iniciatives i la conjunció d'esforços del sector públic i del sector privat. Aquí interessen sobre tot les iniciatives i esforços privats i, especialment, els compromisos que voluntàriament decideixin assumir les empreses. Aquestes són les bases en què es fonamenta el *bon govern contractual*, a l'àmbit del qual es limita la nostra dissertació.

El progrés en aquesta matèria necessita, en tot cas, de l'impuls institucional. El mercat colombià està, des d'aquesta ja en aquest camí. Diferents dades ho posen de manifest. Aquí em limitaré a citar-ne tres d'especialment significatives. La primera és la famosa *Resolución 275 de Supervalores*, en virtut de la qual les empreses que aspirin a que els seus títols de deute i de capital siguin incorporats a les carteres d'inversió dels fons de pensions han de dotar-se d'un Codi de Bon

---

<sup>1</sup> El nivell de valoració d'una empresa es mesura comparant el seu valor del mercat amb el seu valor comptable o amb el valor de reposició dels seus actius (la famosa *q* de Tobin). La valoració és alta si el quocient que resulta de dividir la primera magnitud per la segona és alt i, per descomptat, superior a la unitat. En cas contrari -com veurem que succeeix a Colòmbia- és baixa (v. *infra* § 4.2 y nota 103).

<sup>2</sup> Ofereix algunes dades significatives en aquesta línia el recent informe del Banc Mundial sobre el govern corporatiu a Colòmbia: v. World Bank, "Report on the Observance of Standards and Codes. Corporate Governance Country Assessment. Colombia", agost de 2003, pp. 1-2, disponible a [http://www.worldbank.org/ifa/rosc\\_cg.html](http://www.worldbank.org/ifa/rosc_cg.html).

<sup>3</sup> Això és particularment important. Avui sabem que el creixement econòmic d'una nació està estretament vinculat al desenvolupament del seu sistema financer i, en particular, del seu mercat de capitals (v. A. Demirgüç-Kunt y V. Maksimovic, "Law, Finance, and Firm Growth", *Journal of Finance* 53 (1998), pp. 2107 ss.; R. Rajan y L. Zingales, "Financial Dependence and Growth", *American Economic Review* 88 (1998), pp. 559 ss.; R. Levine, N. Loayza y T. Beck, "Financial Intermediation and Growth: Causality and Causes", *Journal of Monetary Economics* 46 (2000), pp. 31 ss. e *ibi* més referències). La raó d'això radica en el fet que un sistema financer sofisticat compleix amb avantatges cinc funcions fonamentals per a l'economia: (i) mobilitza els estalvis; (ii) facilita la gestió del risc; (iii) identifica oportunitats d'inversió; (iv) controla i disciplina els *managers*; i (v) afavoreix l'intercanvi de béns i serveis (v. R. Levine, "Financial Development and Economic Growth: Views and Agenda", *Journal of Economic Literature* 35 (1997), pp. 688 ss.).

Govern<sup>4</sup>. La segona fita a destacar és la publicació per part de *Confecámaras* d'un *white paper* sobre la matèria. El document, inspirat en bona mesura en els principis d'OCDE i adaptat a les circumstàncies del país, conté indicacions de gran valor per a l'elaboració d'aquells codis i, en definitiva, per a la creació d'un marc institucional propici per al desplegament del mercat<sup>5</sup>. L'últim episodi d'aquest procés encara incipient és el programa *Fortalecimiento del mercado de capitales* promogut amb tant d'afany i visió pels responsables de la Borsa de Valors de Colòmbia, als quals he d'expressar el meu més sincer agraïment per l'amable invitació que m'han cursat per tal de sumar-m'hi<sup>6</sup>. Precisament dins d'aquest programa, finançat pel Banc de Desenvolupament Interamericà, s'insereix el nostre treball com a consultors<sup>7</sup>, la primera escomesa del qual és oferir a emissors i inversors algunes peces de convicció sobre la rendibilitat del bon govern. D'aquí precisament el títol que encapçala aquesta exposició: "el govern corporatiu com a estratègia de creació de valor".

## 2. Un breu apunt sobre l'experiència espanyola

El lector em permetrà que entri per la porta una mica allunyada de l'experiència espanyola, el mercat de capitals de la qual ha patit un desenvolupament espectacular en les dues darreres dècades. Espanya s'embarcà en una empresa similar a la què actualment s'enfronta Colòmbia fa set o vuit anys. El primer fruit va ser-ne l'anomenat *Informe Olivencia*, que hauria de propiciar un dels debats i experiències més interessants dins l'"Espanya corporativa" d'aquest últim mig segle. Anys més tard, concretament -l'any 2002-, aquell primer informe seria completat, a la vista de l'experiència assumida, per l'*Informe Aldama*<sup>8</sup>. No voldria avorrir l'audiència fent inventari detallat de les recomanacions contingudes en un i altre document, en les comissions redactores dels quals he tingut l'honor de participar. Simplement, per situar-la en context, diré que les seves indicacions es troben en línia amb els estàndards internacionals i que en elles se subratllen tres aspectes bàsics d'una política de bon govern. El primer és la *necessitat de reconfigurar el Consell d'Administració* –allò que a Colòmbia s'anomena Junta Directiva- *com un òrgan de supervisió*, per la qual cosa s'invita les societats a modificar els patrons de composició de l'òrgan –reduint-ne la seva mida, incorporant un nombre significatiu de consellers independents i creant comitès consultius en les àrees de responsabilitat més sensibles: auditoria, compliment, nomenaments i retribucions. El segon es refereix a la *necessitat d'adoptar mesures –privades i legals- per tal de*

<sup>4</sup> La mesura s'inclou dins el Pla Estratègic 1999-2002, El Mercado de Valores para el Tercer Milenio, dissenyat dins el marc del *Plan Nacional de Desarrollo del Gobierno Nacional para el período 1998-2002* (v. C. Blanco Barón, "La reforma del mercado de valores en Colombia", *Revista Iberoamericana de Mercados de Valores* 9 (2003), pp. 60-61).

<sup>5</sup> El document de la Confederació de Cambres de Comerç porta per títol "Principios y marco de referencia para la elaboración de un Código de Buen Gobierno Corporativo" i està disponible a <http://www.confecamaras.org.co>. El text ha estat molt oportú a causa del retard del país en la seva adaptació als estàndards internacionals. L'Informe del Banc Mundial citat en la precedent nota 3, que ha avaluat la pràctica colombiana des del punt de vista dels principis de govern corporatiu de l'OECD, és ben eloqüent.

<sup>6</sup> Ofereix alguna informació sobre el programa E.M. Schamann, "Iniciativas de protección al Inversor en las Bolsas de América Latina", a *Revista Iberoamericana de Mercado de Valores* 10 (2003), p. 16.

<sup>7</sup> L'equip que tinc el plaer de dirigir és el resultat d'un acord de col·laboració entre la *Bolsa de Madrid* y la firma d'advocats *Uría & Menéndez* i està integrat per un selecte grup de professionals d'un i altre costat. He de dir expressament els noms de Javier Illescas y Santiago Ximénez, als que agraeixo la valuosa ajuda que m'han concedit en l'elaboració d'aquesta ponència.

<sup>8</sup> Tots dos documents estan disponibles a la pàgina *web* de la Comissió Nacional del Mercat de Valors (CNMV): v. <http://www.cnmv.es/>

*minimitzar el risc de conflictes d'interessos i de la conseqüent "redistribució de valor" que poden ocasionar a favor dels insiders i en perjudici dels outsiders, per la qual cosa s'insta les empreses (en l'Informe Olivencia) i el legislador (en l'Informe Aldama) a: (i) especificar els deures de lleialtat dels administradors (operacions vinculades, informació privilegiada, aprofitament d'oportunitats de negoci, ús personal d'actius socials, explotació amb fins privats de la posició de conseller, pautes per estructurar els paquets retributius, etc.); (ii) a estendre aquests deures als accionistes de control (també a directius i administradors de fet i ocults); i (iii) a facilitar l'exigència de responsabilitat front les instàncies judicials als que els violin. El tercer aspecte versa, en definitiva, sobre la necessitat d'incrementar la transparència i la qualitat de la informació subministrada per les empreses als mercats. La recomanació se centra només en l'àmbit quantitatiu de la informació financera, sinó que s'estén -i amb molt d'èmfasi, per cert- a l'àmbit qualitatiu de la informació sobre govern corporatiu (estructura de propietat de l'empresa, pactes parasocials, transaccions vinculades, etc.).*

Deia que no era el meu propòsit abusar de la seva paciència fent un índex detallat de les mesures proposades en aquests dos importants documents, bona part de les quals estan també recollides al *white paper* de Confecámaras. La meua intenció és explicar-los el que va succeir en la nostra pràctica arran de la posada en funcionament d'aquestes iniciatives, perquè en podem extreure alguna lliçó per al cas colombià. Em limitaré a donar tres pinzellades que, d'alguna manera, resumeixen el curs de l'evolució: primer hi va haver resistència; després, resignació i, al final -és el que estem començant a veure ara-, convicció.

**2.1.** La reacció inicial va ser, en efecte, d'una certa resistència. El canvi sempre costa. Les empreses -especialment les més tradicionals i consolidades- van mirar amb reserves les noves propostes i, en els fons, no els venia de gust alterar les seves estructures i pràctiques immemorials de govern. Tot això és comprensible. Ningú accepta de bon grat subjectar-se a una disciplina més gran, veure reduïdes les seves prerrogatives d'actuació i sotmetre's a procediments més transparents de decisió, sobretot -i aquest és potser l'aspecte crucial- quan es té poca confiança en treure'n profit. Molts capitans d'empresa van creure, de fet, que els mercats no els recompensarien els "sacrificis" que comportava per a ells desposseir-se de certes parcel·les de poder i fins i tot van expressar l'opinió, en una època d'esplendor borsària, que el moviment de *corporate governance* comportava un risc gens menyspreable de burocratització o esclerotització que podria danyar l'eficiència en els processos de presa de decisió.

**2.2.** Malgrat l'anterior, les coses començarien a canviar aviat, fonamentalment sota la pressió ambiental. En aquest segon moment, que podem datar a finals dels noranta, el tema del govern corporatiu es converteix en qüestió d'actualitat no només als fòrums acadèmics, sinó també en l'opinió pública. No hi ha dia en què la premsa financera no en parli. Els agents i institucions més rellevants dels mercats -firmes de consultoria, bancs d'inversió, escoles de negocis, organitzacions empresarials, etc.- s'involucren de ple en la discussió. La pròpia *Comisión Nacional del Mercado de Valores* (CNMV) es veu obligada a entrar en el joc. És així com, fent ús dels seus poders, sol·licita dels emissors informació sobre el grau de compliment de les recomanacions de bon govern contingudes al *Codi Olivencia*. Al final, els emissors es senten en la necessitat de reformar la seva

normativa interna perquè s'hi incloguin les que molts consideren simplement "normes de moda". L'any 2001, pràcticament la majoria de les societats més importants del nostre mercat -les incloses en el selectiu *Ibex-35*- compliren a prop del 75% de les recomanacions, segons dades de la CNMV<sup>9</sup>.

Numèricament, les dades no són dolentes. Malgrat això, no ens acaben de convèncer. No estan ponderats -són el resultat d'atribuir el mateix pes al compliment de recomanacions el valor substantiu de les quals es ben diferent<sup>10</sup>- y, sobretot, poden no reflectir les pràctiques reals de les empreses. L'escepticisme dels analistes sobre aquest segon aspecte és gran. Molts d'ells conjecturen, en efecte, que la incorporació a la normativa interna de la companyia de les recomanacions de bon govern es tradueix, en bona part dels casos, en una operació de maquillatge, en una mera reforma de la seva façana<sup>11</sup>. Sembla com si el cèlebre pronòstic de Tomasso di Lampedusa en la seva novel·la *Il gatopardo* -"canviem tot per a què res canviï"- efectivament fos inexorable. Per això s'ironitza amb la idea que el compliment del codi de bon govern és, en la realitat, un "cumplimiento", un compleixo i menteixo. Aquesta és la fase de la resignació. Les empreses accepten dotar-se de codis de bon govern sota la pressió de l'ambient, però al mateix temps intenten que la seva adaptació a aquests sigui el menys compromesa i més superficial possible. La meua impressió personal és que tenia -i encara avui té- molta part de veritat aquest diagnòstic<sup>12</sup>. No obstant això, i encara que resulti paradoxal, el meu vaticini era -i continua sent- optimista. El compliment de façana expressa, com a mínim, "la mala consciència" de qui ho practica, i aquest és el primer pas per situar-se al camí correcte, que tard o d'hora es recorrerà.<sup>13</sup>

**2.3.** Actualment estem assistint a l'última etapa d'aquesta petita història, una etapa caracteritzada per la progressiva presa de consciència que el bon govern surt a compte, que és una inversió altament rendible. És l'hora que hem dit de la convicció. El creixent activisme dels inversors institucionals, l'existència d'evidència empírica cada cop més eloqüent sobre que el govern corporatiu és, de veritat, "una estratègia de creació de valor" i el patiment a la pròpia pell de la pèrdua d'avantatges competitives en la captació de fons del públic per part de les empreses més reticents a adequar-se als nous estàndards han determinat un canvi estratègic -aquesta és

<sup>9</sup> V. el document preparat per l'Àrea de Seguimiento de la Dirección de Mercados Primarios, "Análisis de los resultados del cuestionario sobre el Código de Buen Gobierno relativo al ejercicio 2001", disponible a <http://www.cnmv.es> i publicat dins la *Memoria de actividades de la CNMV* corresponent a l'esmentat exercici (Madrid, 2003).

<sup>10</sup> El *Codi Olivencia* conté 23 recomanacions de molt diversa índole. El fet que una companyia compleixi el 75% no en diu molt. Pot succeir que no s'hagi adaptat a les més significatives.

<sup>11</sup> És un punt de vista molt generalitzat. Com a mostra ens serveix l'opinió expressada per un il·lustre membre de la Comissió Olivencia (v. J.M. López de Letona, *Luces y sombras en el gobierno de las empresas*, Madrid 2003, pp. 12-13).

<sup>12</sup> A hores d'ara, quan a Europa ha esclatat l'escàndol *Parmalat*, hem sabut que havia adoptat formalment les recomanacions de govern corporatiu emeses pels reguladors italians (v. A. Lafuente y R. Puedo, "Parmalat, la teoría de la hucha y el capitalismo asiático", *El País-Los Negocios* (18-I-2004), p. 13).

<sup>13</sup> De totes maneres, he de puntualitzar que l'estratègia del "compliment de façana" no ha estat universal. Caldria distingir aquí les empreses tradicionals de les *newcomers*. Aquestes últimes -em refereixo a aquelles que recentment han sortit a Borsa mitjançant una oferta pública inicial- han expressat un compromís major amb les regles de bon govern, segurament perquè en el tràngol de sortir al mercat havien de "convèncer" el públic -i, primer, els propis bancs col·locadors- que efectivament s'havien dotat d'una estructura creïble de bon govern. En alguns casos -crec, per exemple, en el cas d'*Inditex*, una empresa exemplar en tants aspectes- l'èxit ha estat espectacular (per a una elaboració d'aquesta idea v. *infra* § 10).

almenys la percepció de qui els escriu- que ja s'està advertint a l'horitzó del nostre mercat. Em sembla que el que ha succeït en aquests últims mesos, -i, especialment, en l'última campanya de Juntes generals (abril-juny 2003)- resulta especialment il·lustratiu. Les empreses més importants del nostre mercat -BSCH, BBVA, Endesa, Repsol, Unión Fenosa, Ebro Puleva, etc.- han adoptat compromisos forts amb el bon govern, que han estat molt premiats pel mercat. Em refereixo a decisions com fer públic el paquet retributiu individualitzat de cada conseller i, en especial, del President i del Conseller Delegat o proposar a les seves respectives assemblees d'accionistes la supressió dels sostres de votació i molts més blindatges estatutaris, l'anunci dels quals ha determinat augments espectaculars en la cotització<sup>14</sup>. En el cas, per exemple, d'*Unión FENOSA*, el dia en què el Consell va fer pública la seva voluntat d'adaptar-se estatutàriament a les recomanacions de bon govern i eliminar les clàusules anti-opa, la cotització va augmentar en una sola sessió borsària el 2'8%. -N'hi ha d'altres indicis del canvi, però no serà necessari que ens hi entremquem gaire<sup>15</sup>. Enteneu-me bé: encara falta molt per fer, però això no ens ha d'impedir veure i reconèixer tot allò que ja s'ha fet. Un observador mínimament imparcial no pot negar l'evidència, i aquesta indica que les pràctiques de govern de les nostres companyies d'avui no tenen gairebé res a veure amb les de fa uns anys. Em situo, doncs, del costat d'aquells que veuen l'ampolla mig plena.

### 3. El govern corporatiu com a càlcul: formulació de la hipòtesi i sistema de l'exposició

Aquesta breu al·lusió a l'experiència espanyola em permet endinsar-me, ara ja sense més preàmbuls, al nucli de l'exposició.

**3.1.** El meu propòsit, com esmentava a les primeres pàgines, és mostrar quelcom que cada dia s'imposa amb major claredat, doncs les regles de bon govern poden ser una peça fonamental per incrementar el valor borsari de les empreses i, en conseqüència, per reduir els seus costos de capital i eixamplar -en termes de grandària, profunditat i liquidesa- les bases del mercat de capitals. El relat del que ha succeït a Espanya permet conjecturar, a més, que la velocitat d'implantació del bon govern és directament proporcional a la intensitat de la convicció dels emissors sobre la seva rendibilitat. A veure què puc fer jo ara per enfortir aquesta convicció en els protagonistes del mercat colombià, alguna cosa més que una mera proclamació retòrica dels avantatges del bon govern i, fins i tot menys, una apel·lació a la seva consciència ètica o ciutadana. El lema el prenc fiat d'una gran escriptora gallega. "L'honestedat és un deure, però si no ho fos -deia Concepción Arenal- seria un càlcul". La meua hipòtesi, de fet, és que el govern corporatiu és un càlcul.

**3.2.** Per comprendre millor l'abast d'aquesta hipòtesi és útil els dos eixos o dimensions que defineixen l'arquitectura de qualsevol sistema de govern corporatiu: a l'eix horitzontal estaria el que podem anomenar *govern corporatiu institucional* (imposat des de fora pel sistema jurídic i la

<sup>14</sup> V. el quadre elaborat -amb dades -extretes de Bloomberg- per A. Rocher i R. Lander, "Los inversores aplauden la eliminación de los blindajes de las empresas", *Expansión* (18-VI-2003), p. 28.

<sup>15</sup> L'*Índice Spencer Stuart de Consejos de Administración*, basat en l'anàlisi de l'estructura i funcionament dels consells de 74 de les més importants empreses del panorama borsari espanyol, a la seva darrera edició (Espanya, 2003 Madrid 2003, p. 12), ofereix dades que el permeten concloure: "s'està avançant clarament cap a la millora del govern corporatiu al nostre país" (el document està disponible a <http://www.spencerstuart.com>)



xarxa d'institucions d'un determinat país) i a l'eix vertical, el que ja hem anomenat *govern corporatiu contractual* (assumit voluntàriament des de dintre per cada empresa<sup>16</sup>). La hipòtesi que el bon govern institucional paga és intuïtivament fàcil d'acceptar i es troba avui àmpliament comprovada. La literatura financera ha demostrat, així doncs, que hi ha correlacions positives, estadísticament molt significatives, entre la qualitat de sistema jurídic de protecció dels accionistes minoritaris -en definitiva, entre la qualitat del *govern corporatiu institucional* que disposa un país- i (i) l'extensió i liquidesa dels seus mercats de capitals, (ii) la dispersió de les seves estructures de propietat i (iii) la valoració de les seves empreses<sup>17</sup>. Sota aquesta perspectiva, l'estretor del mercat, la concentració de propietat i la baixa valoració de les empreses que exhibeix el mercat colombià poden interpretar-se com a símptomes de debilitat en el seu sistema institucional. L'anàlisi empírica confirma aquesta sospita. Colòmbia, com en general succeeix amb les economies emergents, està situada a la part baixa de les escales convencionalment utilitzades per mesurar la qualitat del *govern corporatiu institucional*<sup>18</sup>. Com és natural, tot el que

<sup>16</sup> Altres parlen de "govern corporatiu extern" i de "govern corporatiu intern" o, en termes quelcom més confusos, de "govern corporatiu a nivell del país" i de "govern corporatiu a nivell d'empresa" (v., per exemple, G. Allayannis, U. Lel y D. Millar, "Corporate Governance and the Hedging Premium Around the World", octubre 2003, pp.13 ss., disponible a <http://ssrn.com/abstract=460987>).

<sup>17</sup> És obligat esmentar aquí la línia d'investigació oberta per la denominada "banda dels quatre" o LLSV, les conclusions de la qual han estat àmpliament acceptades per la comunitat científica: v., amb caràcter general, R. La Porta, F. López de Silanes, A. Shleifer i R. Vishny, "Law and Finance", *Journal of Political Economy* 106 (1998), pp. 1113 ss. i, més específicament, sobre les tres magnituds citades, R. La Porta, F. López de Silanes, A. Shleifer i R. Vishny, "Legal Determinants of External Finance", *Journal of Finance* 52 (1997), pp. 1131 ss. (extensió i liquidesa dels mercats); R. La Porta, F. López de Silanes, i A. Shleifer, "Corporate Ownership Around the World", *Journal of Finance* 54 (1999), pp. 471 ss. (dispersió o concentració de propietat); i R. La Porta, F. López de Silanes, A. Shleifer i R. Vishny, "Investor Protection and Corporate Valuation", d'imminent publicació a *Journal of Finance* (2003) i mentrestant disponible a [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=313475](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=313475) (valoració de mercat de les empreses respecte del valor comptable o valor de reposició dels actius) (sobre els aspectes al·ludits és de gran interès també Ch. P. Himmelberger, RG Hubbard i I. Love, "Investor Protection, Ownership, and the Cost of Capital", febrer 2002, disponible a [http://papers.ssrn.com/sol3/delivery.cfm/SSRN\\_ID303969\\_code020318500.pdf?abstractid=303969](http://papers.ssrn.com/sol3/delivery.cfm/SSRN_ID303969_code020318500.pdf?abstractid=303969); v. així el paper més recent de R. La Porta, F. López de Silanes i A. Shleifer, "What Works in Securities Laws?", juliol 2003, disponible a [http://papers.ssrn.com/sol3/delivery.cfm/SSRN\\_ID425880\\_code030804420.pdf?abstractid=425880](http://papers.ssrn.com/sol3/delivery.cfm/SSRN_ID425880_code030804420.pdf?abstractid=425880)). En aquesta mateixa línia hi ha una creixent literatura que comprova, de la mateixa manera, la correlació entre qualitat de govern corporatiu institucional i altres variables més específiques com són: (i) les polítiques de dividendes (R. La Porta, F. López de Silanes, A. Shleifer i R. Vishny, "Agency Problems and Dividend Policies Around the World", *Journal of Finance* 55 (2000), pp. 1 ss.); (ii) l'eficiència de l'assignació d'inversions (R. Baden i L. Zingales, "Financial Dependence and Growth", *American Economic Review* 88 (1998), pp. 559 ss; J. Wurgler, "Financial Markets and the Allocation of Capital", *Journal of Financial Economics* 58 (2000), pp. 187 ss; (iii) la facilitat o proclivitat a les crisis de mercats (S. Johnson, P. Boone, A. Breach i E. Friedman, "Corporate Governance and the Asian Financial Crisis", *Journal of Financial Economics* 58 (2000), pp. 141 ss.; D. Acemoglu y S. Johnson, "Institutions, Corporate Governance, and Crises" en P. K. Cornelius y B. Kogut (eds.), *Corporate Governance and Capital Flows in a Global Economy*, Oxford 2003, pp. 327 ss); i fins i tot (iv) el creixement econòmic del país (T. Bech, R. Levine i N. Loayaza, "Finance and the Sources of Growth", *Journal of Financial Economics* 2000, pp. 112 ss.; per a més indicacions pot ser útil el recent *survey* de T. Beck y R. Levine, "Legal Institutions and Financial Development", desembre 2003, esp. pp. 25 ss., disponible a <http://www.nber.org/papers/w10126>).

<sup>18</sup> Per tal de determinar el coeficient de qualitat del *govern corporatiu institucional*, les forma més apropiada de procedir és examinant (i) les normes substantives de protecció de l'accionista minoritari i (ii) l'efectivitat del sistema institucional per a la seva implementació, i multiplicant els resultats -les puntuacions- que s'obtinguin en l'examen de cadascun d'aquests vectors o aspectes del problema. L'esquema més simple per mesurar el primer aspecte és el desenvolupat per LLSV (es basa en la construcció d'una escala entre 0 i 6 en funció de si la legislació de societats contempla sis tipus de drets dels accionistes coneguts com *anti-directors rights*: v.R. La Porta, F. López de Silanes, A. Shleifer i R. Vishny, "Law and Finance", *Journal of Political Economy* 106 (1998), pp. 1113 ss.) i per mesurar el segon es recorre a l'índex de *rule of law* elaborat per la *International 'Country' Risk Guide* (que ofereix una escala entre 0 i 10: v. A. Durnev i EH Kim, "To Steal or Not to Steal: Firm Attributes, Legal Environment, and Valuation", març 2003, p. 6, disponible a <http://papers.ssrn.com/sol3/delivery.cfm/>



pugui fer-se per millorar aquesta dimensió del problema ha de ser benvingut. Però no és aquest el tema de la nostra dissertació, en la qual la qualitat del govern corporatiu extern o institucional es pren com una variable independent. El que ens interessa a nosaltres és fer palès que, encara que aquesta variable es mantingui fixa, la millora del *govern corporatiu intern o contractual*, que és la que està a les mans de les pròpies empreses, surt a compte. Aquesta és la idea que específicament volem comprovar. I encara més, la nostra hipòtesi és que el govern corporatiu surt més a compte -és un negoci més rendible- a Colòmbia o en altres economies en transició que en els mercats desenvolupats.

**3.3.** Per articular l'argument, procediré de la següent manera. En primer lloc, exploraré els mitjans de què disposem per comprovar empíricament la relació entre *bon govern contractual* i creació de valor. Es tracta de valorar la fiabilitat dels seus resultats i d'identificar aquells que tenen més força probatòria (v. *infra* § 4). D'acord amb aquest plantejament, analitzaré tot seguit l'experiència disponible en els mercats més desenvolupats, que -com veurem- és clarament favorable a la hipòtesi (v. *infra* § 5). Més tard examinaré el diferent espai que existeix per a la millora contractual del govern corporatiu als mercats desenvolupats i als mercats emergents. En el marc d'aquest examen tindrem ocasió de comprovar quelcom que ja ha estat avançat i que pot semblar paradoxal, i és que en aquests últims hi ha moltes més oportunitats que en els primers per a la creació de valor mitjançant estratègies de bon govern contractual (v. *infra* § 6). A continuació intentaré aportar evidència empírica respecte d'aquest últim extrem, fixant-me específicament en l'acumulada en relació als diversos països emergents (v. *infra* § 7). L'exposició es tanca amb una secció de recapitulació, en la qual s'esbossen, de manera molt resumida, els reptes a què s'enfronta Colòmbia en aquest terreny (v. *infra* § 8); les bases per engegar en aquest país una política de bon govern contractual (v. *infra* § 9) i la resposta que cal esperar dels actors del mercat (v. *infra* § 10).

## II. Fonaments empírics

### 4. Els mitjans de comprovació: com calcular que el govern corporatiu és un càlcul?

Per tal de verificar la hipòtesi que el bon govern és veritablement un càlcul per a l'emissor, podem acudir a diversos tipus d'evidències o indicis. Els més importants són: (i) enquestes d'opinió a inversors; (ii) inversions privades en anàlisis de govern corporatiu; (iii) estudi d'experiències singulars; i (iv) anàlisis estadístiques i econòmiques.

---

[SSRN\\_ID391132\\_code238096.pdf?abstractid=391132](https://ssrn.com/abstract=391132)). D'acord amb aquest plantejament, el lloc més elevat en el *ranking* internacional el tenen els països anglosaxons (Estats Units i Anglaterra). Colòmbia es posiciona en el segment baix ( $3 \times 2'64 = 9'92$ ), per sobre de països com Mèxic ( $1 \times 3'33 = 3'33$ ), pròxima a altres com Brasil ( $3 \times 3'33 = 9'99$ ), Grècia ( $2 \times 5'07 = 10'14$ ) o Corea ( $2 \times 6'667 = 13'34$ ), però per sota d'altres com Xile ( $5 \times 8'33 = 41'65$ ) o Espanya (prenc aquestes dades del mencionat estudi de Durnev i Kim, pp. 51). Els resultats que ens mostren els estudis realitzats amb diferents metodologies són similars. Per exemple, el que realitza el banc de negocis CLSA, el qual ordena els països en una escala d'1 a 10, Colòmbia arriba a una puntuació de 4'8 per sota de Xile (6'4) o Argentina (5'2), semblant a la de Brasil (4'7), per sobre de Corea (3'8), Rússia (2'1) i fins i tot Grècia (4'5). D'aquest estudi hi ha una més acurada explicació en l'apartat posterior (v. *Infra* 6.1).

**4.1.** Potser el procediment intuïtivament més senzill consisteix en preguntar als inversors institucionals més sofisticats què pensen, quina prima estarien disposats a pagar pels títols d'una societat ben governada (ells són, al cap i a la fi, els grans interessats: l'any 2001 el valor de les seves carteres era equivalent al 147% del PIB dels països d'OECD, quan només vint anys abans, el 1980, no arribava al 38%). Aquest precisament és l'exercici que s'ha pres la molèstia de fer la consultora internacional *McKinsey* en els seus ja cèlebres *Investor Opinion Surveys*. La que aquí ens interessa destacar és la tercera, dirigida precisament a calibrar les actituds dels inversors respecte de Llatinoamèrica. L'enquesta va celebrar-se entre març i abril de l'any 2000 amb l'ajuda o mediació del Banc Mundial. Dels 90 inversors institucionals que la van contestar, el 70% ja havia invertit amb anterioritat a Llatinoamèrica i, en conjunt, gestionaven al voltant d'1.65 bilions de dòlars (bilions espanyols, no americans). Doncs bé, els resultats d'aquesta enquesta van ser d'una claredat aclaparadora. Els inversors van manifestar la seva disposició de pagar primes per bon govern per sobre del 20%, arribant en el cas de Colòmbia fins al 27%<sup>19</sup>. Hem de reconèixer, no obstant això, que aquest mètode no satisfà els més exigents. L'important no és el que prediquen els inversors -les paraules se les emporta el vent-, sinó el que efectivament fan amb els fons que tenen a càrrec seu. Només hem de refiar-nos de les "preferències revelades", com ensenyen els manuals d'economia.

**4.2.** Una altra forma de procedir, segurament més fiable, consisteix en estimar les inversions que realitzen certes firmes privades per tal de mesurar la qualitat del govern corporatiu de les moltes societats que al llarg i ample del món negocien els seus títols en borsa construint *rankings* i generant eines quantitatives. És un mètode indirecte, però "revelador", perquè ara són els fets i no les paraules els que indiquen les preferències. Cap empresa fa inversions si no pensa que donaran el seu fruit. El fenomen és relativament recent. Malgrat això, en molt pocs anys hem assistit a un desplegament massiu de mitjans que ha donat lloc a una nova i vertadera indústria de *ratings* en matèria de govern corporatiu. Els dos jugadors globals més significatius són segurament *Standard & Poor's* (S&P) i *Governance Metrics International* (GMI)<sup>20</sup>. En l'àmbit europeu destaca la consultora belga *Deminor*, el *Deminor-Rating* de la qual classifica les empreses cotitzades més importants de la Unió Europea en funció de la qualitat del seu govern corporatiu avaluant per això més de 300 aspectes, el detall dels quals és un secret ben guardat<sup>21</sup>. En l'àmbit

<sup>19</sup> Altres dades són igualment significatives: Argentina 21%, Mèxic 22%, Brasil 23% i Veneçuela 28% (v. P. Coombes i M. Watson, "Three Surveys on Corporate Governance", a *McKinsey Quarterly*, 4 (2000), disponible a <http://www.mckinseyquarterly.com>).

<sup>20</sup> La metodologia emprada per S&P intenta sintetitzar els elements clau del govern corporatiu sobre una base global i no sobre la base dels estàndards imposats pels sistemes jurídics locals. L'*scoring* s'emet en una escala d'1 a 10, sent aquest últim el millor, i es basa en una valoració de la informació financera de la companyia i en reunions amb els seus equips executius; independentment elabora un índex de transparència al qual tindrem ocasió de referir-nos més endavant (v. *Standard & Poor's, Corporate Governance Scores i Transparency and Disclosure. Overview of Methodology and Study Results*, US 16 d'octubre de 2002; *Transparency and Disclosure Non-US. Criteria and Methodology*, 10 d'octubre de 2002, disponibles a <http://www.standardandpoors.com/> (Governance Services). El model de *rating* de GMI difereix, en el sentit que utilitza una sèrie de mesures precises i predefinides i un algorisme matemàtic per avaluar les polítiques i pràctiques de govern corporatiu de les empreses sobre la base de la informació pública disponible. Les variables d'anàlisi s'agrupen entorn de set eixos: (i) responsabilitat del consell; (ii) transparència financera i controls interns; (iii) drets dels accionistes; (iv) remuneració dels directius; (v) mercat de control; (vi) estructura de propietat i dilució potencial; i (vii) temes reputacionals. L'escala és també d'1 a 10 (v. <http://www.gmiratings.com>).

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

dels mercats emergents destaca el *broker* i banc d'inversió *Credit Lyonnais Securities Asia* (CLSA). L'índex CLSA ordena les més importants empreses de la zona asiàtica i de Llatinoamèrica i, encara que cada any engrandeix el seu cens de les empreses observades, la representació colombiana en la seva mostra és encara molt escassa<sup>22</sup>.

La llista de firmes consultores i de qualificació interessades pel govern corporatiu podria allargar-se, però no és necessari perquè ens fem una idea de la puixança del fenomen<sup>23</sup>. Un fenomen que, d'altra banda, no es limita al negoci de nova planta. De fet, observem també interès pel govern corporatiu en les agències més tradicionals de classificació de deute. Per exemple, el juny de 2002 *Moody's* anunciava la incorporació de variables relatives al govern corporatiu en la seva metodologia de *credit 'rating'*, i si ho va fer és perquè es va formar la convicció que aquesta és una variable rellevant per calcular el risc creditici. Les conseqüències poden ser notables. Si les entitats financeres corren el risc que la seva cartera de préstecs es classifiqui en un nivell de risc més alt per finançar companyies amb nivells baixos de govern corporatiu, la pressió per elevar els estàndards usuals acabarà desembocant sobre les pròpies companyies finançades (la taxa d'interès incorporarà també un coeficient de "risc corporatiu"). Com s'ha dit amb encert, aquest pot ser el "cavall de Troia" a través del qual el govern corporatiu assumeixi aviat un paper directe en la determinació del cost de capital de les empreses, i això es donarà especialment en aquells mercats en què preval el finançament bancari<sup>24</sup>.

En suma, si aquestes i altres entitats han invertit i continuen invertint grans quantitats de recursos en tasques de *rating* de govern corporatiu, necessàriament hem de concloure que és perquè la informació que produeixen i venen interessa els inversors. I si interessa els inversors, ha d'interessar també els emissors. No ens hem d'estranyar per això que la publicitat dels seus serveis de qualificació es dirigeixi precisament als emissors. Al frontispici de la pàgina *web* de GMI llegim:

---

<sup>22</sup> La informació fonamental es troba en el document de CLSA Emerging Markets, *Saints and Sinners: Who's Got Religion*, Hong Kong 2001; la idea és revisar i completar anualment l'informe; per al següent exercici v. CLSA Emerging Markets, *Make Me Holy...but not yet*, Hong Kong 2002. A aquests informes ens referirem en el curs de l'exposició (v *infra* § 6 a).

<sup>23</sup> La premsa econòmica ja s'ha assabentat del fenomen: v., per exemple, el reportatge "Hacia un índice de buen gobierno" recentment publicat per *Expansión* (17-XII-2003), p 19, en el qual s'informa àmpliament sobre el projecte de FTSE, propietat compartida del *Financial Time* i de la Borsa de Londres, del llançament d'un índex de govern corporatiu.

<sup>24</sup> Cfr. S. Nestor, "The Corporate Governance Crisis: An Opportunity for Emerging Markets Corporations?", a *International Financial Law Review* (2002), p. 12, disponible a <http://www.iflr.com>. De fet, hi ha ja alguns indicis empírics. Un estudi mostra, per exemple, que certs indicadors de qualitat del govern corporatiu d'una companyia -en particular, el nombre d'independents en el consell i el percentatge de capital a les mans d'inversors institucionals- estan correlacionats positivament amb la qualificació del seu deute per les agències de *rating* i negativament amb els rendiments dels seus bons (els majors rendiments evidencien una taxa de risc més gran): v. S. Bhojraj i P. Sengupta, "Effect of Corporate Governance on Bond Ratings and Yields: The Role of Institutional Investors and Outside Directors", gener 2002, disponible a [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=295449](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=295449).

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

**4.3.** Una altra font d'evidències sobre el valor que agrega el govern corporatiu són els casos d'estudi i les experiències singulars. Podria relatar diverses de les quals he tingut notícia en el meu propi país i fins i tot alguna en què he participat directament com a assessor en el procés de configuració estatutària i de negociació del preu de sortida a Borsa en l'oferta pública inicial. En el cas, els bancs col·locadors exigien majors garanties de govern corporatiu per elevar el preu de l'acció i, precisament per això, la família que realitzava l'oferta pública va estar molt d'acord - novament, el “càlcul” - a assumir compromisos molt per sobre dels previnguts per la legislació en algunes matèries i, específicament, en relació amb operacions que poguessin plantejar conflictes d'interessos. Però també en aquestes latituds es troben experiències allisonadores. La Borsa de Valors de Colòmbia em va fer arribar la presentació realitzada per *Bradescó Templeton Asset Management* el passat dia 5 de març de 2002 a Bogotà. S'hi estudiaven quatre casos protagonitzats per les empreses brasileres *Saraiva*, *Ultrapar*, *Ideiasnet* i *Elevadores Atlas*. La lliçó que se'n desprèn és sempre la mateixa. Com s'indica a la rúbrica d'una de les transparències, “el bon govern pot i crea valor”. Per exemple, en el supòsit concret d'*Ultrapar*, en el període transcorregut entre el 20 de març de 2000 – en què va tenir lloc la reforma del bon govern i, en particular, es va introduir el *tag along*- i el 13 de febrer del 2002, el preu de mercat de la companyia es va revalorar un 37% mentre que l'índex general de *Bovespa* perdia un 18%. El comportament s'atribueix al bon govern<sup>26</sup>. Podrien esmentar-se molts altres casos, fins i tot colombians, la descripció dels quals podem estalviar-la perquè són més coneguts per a l'audiència. Una coneguda revista d'informació econòmica informava fa no gaire de les interessants inversions que va aconseguir captar de l'IFC una de les primeres empreses del país -el *Grupo Empresarial Antioqueño*- després d'assumir importants compromisos en matèria de govern corporatiu (composició de la Junta Directiva, Comitè de Conflictes d'Interès, etc.)<sup>27</sup>.

**4.4.** Fins al moment he parlat d'enquestes a inversors, d'inversions realitzades per agents especialitzats i d'estudis de casos. Els més escèptics es resistiran a concedir molt crèdit a aquestes proves, i jo no els en puc acusar. Encara que ofereixen indicis prometedors, no són més que una col·lecció d'anècdotes, certament mancades de valor científic (les que són generals, perquè es basen en simples afirmacions d'inversors; i les que són particulars, perquè poden no ser universalitzables). Per aquest motiu no compliria l'objectiu que m'he proposat si no fos capaç de substituir aquesta evidència anecdòtica per evidència sistemàtica, que acrediti en termes estadísticament significatius la tesi que el govern corporatiu paga. En la resta de l'exposició

<sup>25</sup> Quelcom molt semblant llegim a l'oferta de serveis de S&P: (v. <http://www.standardandpors.com/emerging/markets/corpgov.html>) o de Deminor Rating (v. <http://www.deminorating.com/index.html> [“mission statement” i “services to companies”]).

<sup>26</sup> La presentació està disponible a l'arxiu de l'autor. El cas d'*Ultrapar* és objecte d'anàlisi en l'estudi de C. Jordan i M. Lubrano, “How Effective Are Capital Markets in Exerting Governance on Corporations?”, a R.E. Litan, M. Pomerleano i V. Sundararajan (eds.), *Financial Sector Governance. The Role of Public and Private Sectors*, Washington D.C., Brookings Press, 2002, cap. 10, pp. 18-21 (cito per una còpia de les galerades que gentilmente m'han facilitat els autors).

<sup>27</sup> V. l'ampli reportatge “La transparencia paga”, a *Dinero* (1-XI-2002), pp. 28-38 (on es relata a més l'interessant cas d'ISA).

voldria centrar l'atenció en aquest punt, per la qual cosa, primer hem d'identificar instruments de mesura fiables.

a) Un procediment ben conegut en la investigació financera empírica consisteix en l'*anàlisi d'esdeveniments*. El que es busca és determinar l'impacte que té en el preu de cotització d'un valor l'anunci de l'adopció de mesures o reformes de bon govern (o, si s'escau, de "mal govern"). Quan la mostra és àmplia, el mercat és eficient i els resultats són estadísticament significatius, la prova té molt de pes. Al cap i a la fi, no està informant del valor que afegeix a l'empresa la reorganització dels seus mecanismes de salvaguarda i supervisió. De totes maneres, no pot atribuir-se-li un valor absolut o concloent. No pot descartar-se, així doncs, que la reacció del mercat sigui motivada, no pels canvis de bon govern, sinó per altres circumstàncies que s'hi oculten (per exemple, la reforma de govern corporatiu va poder ser causada per l'entrada d'un soci financer o pot ser un senyal que els *insiders* tenen informació privada sobre projectes de l'empresa). L'anàlisi d'esdeveniments, d'altra banda, té sempre el *handicap* de no capturar més que les reaccions, les quals esdevenen de forma immediata, no les que poden produir-se a mig i a llarg termini<sup>28</sup>.

b) Segurament per això, resulten més atenedibles aquelles investigacions empíriques que es fixen en els retorns d'una inversió durant un termini llarg de temps. El procediment usual per mesurar aquests retorns consisteix a construir un índex de bon govern atribuïnt puntuacions ponderades a les diferents variables, seleccionar una mostra àmplia d'empreses, analitzar les empreses d'acord amb aquest índex i ordenar-les en un *ranking* de govern corporatiu. Un cop fixats aquests pressupostos, s'ha de comprovar el retorn o rendiment -tant en termes de revaloració borsària com de dividends percebuts- que han tingut les accions corresponents a les empreses situades en diferents esglaons del *ranking* al llarg del període d'observació (com més gran, millor). Si advertim diferències significatives a favor de les millor situades, podem inferir que el govern corporatiu paga.

c) Una altra forma igualment fiable d'obtenir informació sobre la qüestió objecte del nostre interès consisteix a examinar la relació que existeix entre el valor de mercat i el valor en llibres. Així doncs, si després de calcular la raó entre valor borsari i valor comptable -el *price-to-book ratio*- d'una població àmplia d'empreses i de descomptar-ne en cadascuna la raó mitjana del seu sector -els desfasaments entre ambdós valors no són iguals en la indústria immobiliària que en la indústria farmacèutica-, verifiquem que les raons més importants corresponen a les empreses millor situades en el *ranking* de govern corporatiu prèviament establert, haurem confirmat

---

<sup>28</sup> La majoria dels estudis que s'han portat a terme amb aquesta metodologia miren de correlacionar l'impacte sobre la cotització d'una *mesura concreta* (per, exemple designació de consellers independents, supressió d'una mesura anti-opa, etc.) i s'han portat a terme en l'àmbit del mercat de capitals nord-americà, sense que els resultats puguin considerar-se certament espectaculars (per a una adequada revisió dels treballs realitzats en aquesta línia d'investigació v. S. Bhagat i R. Romà, "Event Studies and the Law. Part. II: Empirical Studies of Corporate Law", working paper núm. 00-33 del *Yale International Center for Finance*, abril de 2001, pp. 26 ss., disponible a [http://papers.ssrn.com/sol3/delivery.cfm/SSRN\\_ID268285\\_code010409500.pdf?abstractid=268285](http://papers.ssrn.com/sol3/delivery.cfm/SSRN_ID268285_code010409500.pdf?abstractid=268285), i BE Hermalin i MS Weisbach, "Board of Directors as an Endogenously Determined Institution: A Survey of Economic Literature", *Economic Policy Review*, abril 2003, pp. 7 ss, esp. 12-18, <http://papers.ssrn.com/sol3/delivery.cfm/000619306.pdf?abstractid=233111>).



novament la nostra hipòtesi. Aquest és un mètode especialment apropiat per aquest fi, perquè el veritable tresor d'una empresa és el que s'amaga darrere de la diferència entre valor de mercat i valor en llibres. Aquí es troben tots els intangibles, les expectatives, els projectes, el *good will*, etc. La forma més sofisticada d'efectuar aquesta anàlisi consisteix a substituir el *ratio* valor de mercat/valor en llibres pel *ratio* que surt de dividir el valor de mercat del capital més el valor de mercat del deute pel valor de reposició dels actius<sup>29</sup>. Aquesta és la famosa *q* de Tobin, sense cap dubte, el criteri més difós i millor apreciat pels economistes per calibrar la valoració d'una empresa. Una *q* alta -una *q* superior a 1- significa que l'empresa en qüestió té molt valor relatiu. I viceversa, una *q* baixa -inferior a 1- significa que l'empresa té poc valor<sup>30</sup>.

## 5. Govern corporatiu i valoració de les empreses en els mercats desenvolupats

Doncs bé, els estudis econòmics disponibles en l'actualitat confirmen, tots ells en termes estadísticament significatius, que les regles o clàusules de bon govern voluntàriament assumides determinen un increment del valor de l'empresa -o el que és el mateix, del valor de l'acció- i, per tant, una reducció del seu cost de capital. La conjectura que el govern corporatiu paga queda així corroborada. Tot seguit ens referim a les investigacions realitzades en relació als mercats de capitals més desenvolupats. Després tindrem ocasió de tornar a mirar cap als mercats emergents.

**5.1.** L'estudi pioner en aquesta línia d'investigació el devem a l'equip dirigit pel professor Gompers, que es projecta sobre una mostra molt àmplia (inclou 1500 societats cotitzades en les diferents borses americanes) i un període temporal molt llarg (gairebé deu anys, entre setembre de 1990 i desembre de 1999)<sup>31</sup>. La premissa de l'anàlisi és la construcció d'un índex de govern corporatiu, que es realitza en funció de 24 paràmetres corresponents a cinc grups de matèries: (i) tàctiques per demorar ofertes hostils; (ii) limitacions als drets de vot dels accionistes; (iii) mesures de protecció de consellers i alts directius; (iv) altres mecanismes defensius o anti-opa; i (v) legislació estatal<sup>32</sup>. Les dades es prenen de l'*Investor Responsibility Research Center* (IRRC), que publica llistats molt detallats de les normes de govern corporatiu de les més importants firmes americanes (cobreix el 93% de la capitalització combinada de NYSE, AMEX i NASDAQ). Un cop construït l'índex, s'ordenen les companyies incloses a la mostra dins una escala de 0 a 24, on l'esglao zero representa el millor govern i el vint-i-quatre el pitjor. Mitjançant les oportunes regressions, l'estudi busca correlacions estadístiques entre aquest *ranking* i diverses variables de compliment. Els resultats, segons el nostre parer més importants, són els dos següents. Per una

<sup>29</sup> Quan no hi ha dades disponibles sobre el valor de reposició dels actius o el valor de mercat del deute, poden prendre's com a aproximacions molt fiables el valor en llibres del deute i el valor en llibres dels actius.

<sup>30</sup> V., per tots, R. Brealey i S. Myers, *Fundamentos de financiación empresarial*, trad. esp., 2<sup>a</sup> ed., Madrid 1991, pp. 643-644.

<sup>31</sup> El treball, realitzat a l'Universitat de Harvard i fet públic a través de la xarxa el 2001 ([http://papers.ssrn.com/sol3/delivery.cfm/SSRN\\_ID278920\\_code010912510.pdf?abstractid=278920](http://papers.ssrn.com/sol3/delivery.cfm/SSRN_ID278920_code010912510.pdf?abstractid=278920)), ha estat publicat en lletra impresa fa escassos mesos (v P. A. Gompers, J. L. Ishii i A. Metrick, "Corporate Governance and Equity Prices", *Quarterly Journal of Economics*, 20 (2003), pp. 107 ss.).

<sup>32</sup> Per a comprendre adequadament el sentit d'aquest índex es precisen un parell de puntualitzacions. La primera és que les variables es refereixen gairebé totes a clàusules anti-opa (incloses les agrupades sota "legislació estatal", que són normes de protecció enfront d'ofertes hostils), la qual cosa s'explica perquè molts dels aspectes usals de govern corporatiu rellevants en altres parts estan resolts als Estats Units pel sistema jurídic (*govern corporatiu institucional*). La segona és que les variables es refereixen totes a aspectes negatius, és a dir, a clàusules o pautes

banda, que les inversions a les empreses més ben governades obtenen majors rendiments. Per documentar aquest aspecte, els autors van formar dos grups de companyies: les *ben governades* (on van incloure totes les que tenien una puntuació igual o inferior a 5 al *ranking*) i les *mal governades* (on van incloure les que tenien una puntuació igual o superior a 14). L'experiment que tot seguit van fer va ser analitzar els rendiments que haurien obtingut dues estratègies d'inversió alternatives consistents a invertir en una cartera formada per accions de totes les companyies ben governades i en una cartera formada per accions de totes les companyies mal governades. El resultat és que una inversió d'1 \$ realitzada el 1990 a la cartera de les mal governades s'hauria convertit el 1999 en 3.339 \$; i que la mateixa inversió a la cartera de les ben governades, s'hauria convertit en 7'07 \$. Això és equivalent a un retorn anualitzat d'un 14% en el primer cas i d'un 23'3% en el segon, i a una diferència de rendibilitat anual del 9%. El bon govern assegura, doncs, un rendiment addicional del 9%. El segon resultat més significatiu es refereix a la valoració de l'empresa. L'estudi mostra, de fet, que hi ha una forta correlació entre valor de mercat i el govern corporatiu: un punt de millora al *ranking* -és a dir, un punt de baixada en l'escala 0/24- està associat amb un increment del 11'4% a la  $q$  de Tobin ajustada a la indústria (és a dir, restant a la  $q$  de l'empresa la  $q$  mitjana del sector en què opera). Les firmes més ben governades tenen una  $q$  un 56% superior a les empreses més mal governades.

**5.2.** Resultats semblants s'han trobat a Europa, segons es desprèn de l'estudi recentment portat a terme per Rob Bauer, professor de la Universitat de Maastricht i Cap d'Anàlisi d'ABP *Investments*, el tercer fons de pensions més gran del món<sup>33</sup>. La investigació parteix també d'una mostra molt significativa de les empreses europees -inclou totes les companyies que formen el *FTSE Eurotop 300 Index*-, que són ordenades en una escala d'1 a 100 en funció de la qualitat del govern corporatiu (ara la puntuació més alta denota el millor govern). Per a l'ordenació s'utilitza l'índex de la consultora belga *Deminor*, que ha estat confeccionat prenent en consideració fins a 300 criteris de govern corporatiu corresponents a quatre grups de matèries: (i) drets dels accionistes; (ii) rang de mesures anti-opa; (iii) transparència en matèria de govern corporatiu; i (iv) estructura i funcionament del Consell d'Administració. La importància relativa dels diferents criteris s'ha establert per *Deminor* sobre la base d'una àmplia enquesta realitzada a inversors institucionals. Doncs bé, fent servir una metodologia semblant a la de Gompers, Bauer i Guenster comparen els rendiments que haurien generat durant el període d'observació -entre 1997 i 2002- un *portfolio* d'inversió format per les companyies ben governades i un *portfolio* format per les companyies mal governades. El resultat és també significatiu. Si s'hagués seguit una estratègia de posició llarga (compra) en accions de companyies ben governades i de posició curta (venda) en les de companyies mal governades, s'hauria obtingut un rendiment anual del 3%. L'estudi

---

d'organització introduïdes per les empreses que rebaixen els estàndards de bon govern que tindrien alternativament. Per això, com veurem, una puntuació alta significa que l'empresa té un *mal govern contractual*.

<sup>33</sup> R. Bauer i N. Guenster, "Good Corporate Governance Pays Off! Well-Governed Companies Perform Better on the Stock Market", abril 2003, disponible a [http://www.deminorating.be/download\\_docs/Rob%20Bauer%20Study-English-030425.pdf](http://www.deminorating.be/download_docs/Rob%20Bauer%20Study-English-030425.pdf); una versió més acurada del treball acaba de publicar-se fa molt poc temps al circuit acadèmic: v. R. Bauer y R. Otten, "Empirical Evidence on Corporate Governance in Europe. The Effect on Stock Returns, Firm Value and Performance", octubre 2003, de propera publicació al *Journal of Asset Management* i mentrestant disponible a <http://ssrn.com/abstract=444543>. A títol simplement anecdòtic recordaré que l'estudi va tenir una àmplia repercussió en la premsa econòmica espanyola. Un dels comentaristes, "per evitar les suspicàcies dels més escèptics...", digué "això són dades, no promeses" (v. A. León, "El buen gobierno desafía a la caída bursátil", *Expansión* (26-IV-2003), p 13).



examina també la influència de la qualitat de govern corporatiu en la valoració de les empreses i els seus resultats corroboren, un cop més, la nostra hipòtesi que el bon govern paga. Cada pujada de deu punts al *ranking* -recordeu que va d'1 a 100- es trasllada en un increment del 1'4% a la  $q$  de Tobin, la qual cosa posa de manifest un cop més que els inversors estan disposats a pagar més per una companyia ben governada<sup>34</sup>.

**5.3.** A Espanya no disposem per ara d'anàlisis semblants. L'únic que s'ha fet són anàlisis d'esdeveniments, la fiabilitat de les quals és menor, segons recordàvem en el seu moment. En particular, s'han examinat 48 companyies que van reformar les seves normes de govern corporatiu per adaptar-se a les recomanacions del *Código de Buen Gobierno* entre la data de publicació de l'esmentat Codi en l'Informe *Olivencia* i el dia 31-XII-1999 i l'impacte que va tenir l'anunci de la reforma en la seva cotització borsària a la Borsa de Madrid en el propi dia de

---

<sup>34</sup> Des del punt de vista metodològic, podria objectar-se que l'estudi compara "peres amb pomes". Com fàcilment es comprèn, aquestes investigacions són fiables en la mesura que la variable del que hem anomenat *govern corporatiu institucional* sigui fixa i igual per a totes les empreses. En aquest cas, les diferències de rendiment de l'acció o de valoració de l'empresa poden atribuir-se efectivament al *bon govern contractual*. Malgrat això, quan no és aquesta la situació de partida -i, per descomptat, no ho és a Europa, on cada empresa està subjecta a la seva pròpia legislació societària i als seus propis òrgans judicials i administratius d'aplicació del dret-, les coses poden canviar (malgrat la convergència dels drets de societats nacionals promoguda per les directives comunitàries, persisteixen encara diferències notables en la qualitat del govern corporatiu institucional). De totes maneres, crec que podem donar per bons els resultats degut a la composició de la mostra, en la qual només s'inclouen les empreses més grans europees, i aquestes -com ja van assenyalar LLSV- estan fins a cert punt independitzades del context institucional local (v. R. La Porta, F. López de Silanes, A. Shleifer i R. Vishny, "Legal Determinants of External Finance", *Journal of Finance* 52 (1997), pp. 1143 ss; empíricament corroborem aquesta impressió comparant les qualificacions mitjanes de les empreses més grans dels països emergents amb les mitjanes totals, ja que les primeres són considerablement més elevades: v. El quadre insertat *infra* 6.1). En tot cas, a favor d'aquesta interpretació en parlen els escassos estudis disponibles que han partit de dades homogènies. Em refereixo fonamentalment a l'efectuat a Alemanya per Drobetz i altres (v W. Drobetz, A. Schillhofer i H. Zimmermann, "Corporate Governance and Expected Stock Returns: Evidence from Germany", European Corporate Governance Institute, finance working paper núm. 13, febrer 2003, disponible a [http://papers.ssrn.com/sol3/delivery.cfm/SSRN\\_ID369100\\_code030131670.pdf?abstractid=369100](http://papers.ssrn.com/sol3/delivery.cfm/SSRN_ID369100_code030131670.pdf?abstractid=369100)). Aquests autors han treballat sobre una àmplia mostra d'empreses alemanyes (91) corresponents als quatre principals segments del mercat (DAX 30; MDAX; NEMAX i SMAX) i les han ordenat en un *ranking* de govern corporatiu construït sobre la base de 30 variables relatives a cinc grups de matèries: (i) compromís amb el govern corporatiu; (ii) drets dels accionistes; (iii) transparència; (iv) organització del consell d'administració i del consell de vigilància; i (v) auditoria. El *ranking* va de pitjor govern corporatiu (0) al millor govern corporatiu (30). Un cop fetes les corresponents regressions i controls d'endogeneïtat, les proves són totes estadísticament significatives. S'estudiaren moltes variables, però les que aquí ens interessaven mostren els següents resultats: les inversions en empreses millor governades (de 23 punts cap amunt en el *ranking*) ofereixen un rendiment anual superior en un 12% a les empreses pitjor governades (de 18 punts per sota), durant el període analitzat (cinc anys entre 1 de gener de 1998 i 1 de març de 2002). Això significa que un inversor que hagués invertit un euro en una cartera formada per les millor governades hauria obtingut al final del període 1'41 euros, és a dir, un 8'6% més; i si ho hagués posat en una cartera de les pitjor governades, hauria obtingut 0'88 cèntims, és a dir, un 3'1% menys. Així mateix es documenta que un increment de 3 punts en el *ranking*, suposa un increment de la capitalització borsària respecte del valor en llibres del 2'8%. Indicis semblants trobem a Itàlia, encara que els estudis disponibles han emprat una altra metodologia. Em refereixo en concret a la comparació de les empreses cotitzades en el segment principal de la Borsa i les que cotitzen en el nou mercat llançat el 2001 STAR, que es caracteritza per exigències més rigoroses de govern corporatiu (un mínim de consellers independents, regles sobre retribució, exigències de transparència, etc.). La consultora *McKinsey* ha comprovat que la cotització mitja de companyies de STAR ha tingut un comportament un 16'5% millor que la mitjana general de la Borsa i que la mitjana de la seva raó valor de mercat/valor comptable va ascendir durant el període d'anàlisi a 3'8, quan la mitjana de la Borsa va ser de 2.1 (v. "A Market for the Well Governed", *The McKinsey Quarterly* 3 (2002), disponible a <http://mckinseyquarterly.com/>).

l'anunci i en el següent<sup>35</sup>. El resultat, encara que certament no és espectacular, reforça també la nostra hipòtesi. El que es comprova és que la reforma té un retorn anormal mitjà el dia de l'anunci de 0'62% (significatiu estadísticament) i, acumulant el d'aquest dia i el següent, de 0'73%. Ara bé, el més interessant d'aquesta anàlisi és que aquests resultats es distribueixen de manera asimètrica. Les empreses que van anunciar l'adopció d'un reglament complet assumint totes o gairebé totes les recomanacions, van experimentar una reacció positiva d'1'53%. En canvi, les empreses que simplement van anunciar una reforma parcial o l'adaptació puntual a alguna de les 23 recomanacions contingudes en el *Codi Olivencia*, gairebé no van variar el valor. L'impacte en la cotització, mancat de significació estadística, va resultar per descomptat gairebé imperceptible<sup>36</sup>. Subscriu al cent per cent la interpretació que suggereixen els autors d'aquests resultats:

“el mercat valora positivament els anuncis que suposen una aposta decidida per reformar i millorar l'estructura de govern corporatiu, però no aquells que simplement es limiten a adoptar certes pràctiques puntuals sense que les mesures s'integrin en un procés més profund dels òrgans de govern”<sup>37</sup>.

## 6. Valor afegit diferencial: el govern corporatiu paga més en els mercats emergents que en els mercats desenvolupats

Les dades anteriors són molt eloqüents en el sentit de la nostra hipòtesi, encara que algunes d'elles no són certament espectaculars<sup>38</sup>. L'interrogant que sorgeix tot seguit pot formular-se així: de quina manera poden extrapolar-se a la realitat colombiana, que al cap i a la fi, és la que aquí interessa escrutar? Potser no hi ha circumstàncies idiosincràtiques en aquest país que impedeixin l'extrapolació directa? Els més incrèduls apel·laran, segurament, a la més feble infraestructura institucional del sistema financer colombià per desconfiar d'aquesta evidència i rebutjar l'extrapolació. L'argument ens retrotrau a la distinció entre *bon govern institucional* (proveït exògenament pel sistema jurídic) i *bon govern contractual* (proveït endògenament per cada empresa) a la qual fem referència en el seu moment<sup>39</sup>. Doncs, de fet, es podria conjecturar que les pautes de bon govern que voluntàriament adoptin les empreses colombianes seran acollides amb major escepticisme i menor prima pels inversors a causa de la reduïda credibilitat que tenen aquesta classe de compromisos quan les lleis substantives i els dispositius d'*enforcement* que ofereix el sistema local són de poca qualitat (recordeu que, sota aquesta perspectiva, Colòmbia no

<sup>35</sup> Ens referim al treball d'E. Fernández Ruges i Silvia Gómez Ansón, “La adopción del Código Olivencia por parte de las empresas españolas: valoración del mercado de capitales”, Universidad de Oviedo 2002, disponible a <http://www.uc3m.es/uc3m/depto/RESSO/finances8/gom16.pdf>.

<sup>36</sup> Segurament això és així perquè les reformes parcials s'interpreten sobretot com a reformes de “maquillatge” (v. *supra* 2.2).

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

<sup>38</sup> He fet referència als estudis més recents, rellevants i homogenis des del punt de vista del plantejament de la nostra hipòtesi. El lector interessat en la investigació anterior, més indirecta i heterogènia, podrà consultar amb profit alguns *surveys*: v., per exemple, M. Maher i Th. Andersson, “Corporate Governance: Effects on Firm Performance and Economic Growth”, a AA.VV., *Convergence and Diversity of Corporate Governance Regimes and Capital Markets*, Oxford University Press 2000; i abans la clàssica revisió de A. Shleifer i RW Vishny, “A Survey of Corporate Governance”, *Journal of Finance* 52 (1997), pp. 737 ss.

<sup>39</sup> V. *supra* 3.2.

està ben ubicada en l'escena internacional)<sup>40</sup>. De donar-se aquest cas, certament s'hauria de donar la raó als incrèduls: els emissors no tenen incentius per dotar-se d'estructures de govern que constrenyen la seva capacitat de maniobra i que, a canvi, no els suposen un benefici perceptible.

Doncs bé, la meua convicció és que aquest diagnòstic pessimista no està de cap manera justificat. Més encara: que la força de les proves de creació de valor mitjançant polítiques de bon govern que ens ofereix l'experiència dels mercats més desenvolupats, lluny de minvar, es multiplica en les economies en transició. Per adonar-nos-en hem de tenir present que entre el *bon govern institucional* i el *bon govern contractual* existeix, fins a cert punt, una relació de substituïbilitat i, per tant, cal suposar que a mesura que aquell es debilita, es fa més gran l'espai perquè aquest es reforci amb guanys de tots. Es tracta, en última instància, d'una aplicació del *Teorema de Coase*, que postula que les empreses s'adapten contractualment als contextos institucionals més pobres<sup>41</sup>. Tot això em fa pensar que una estratègia de govern corporatiu a Colòmbia pot resultar especialment atractiva. La investigació acumulada en aquests dos últims anys en relació als mercats emergents indica, així doncs: (i) que hi ha variacions en els nivells de govern corporatiu contractuals de les distintes companyies, i que el valor d'aquestes variacions està inversament correlacionat amb la qualitat del sistema de govern corporatiu institucional (és a dir, a mesura que millora el govern institucional hi ha menys variacions en el govern contractual)<sup>42</sup>; (ii) que es produeixen correlacions molt estretes entre els nivells de govern corporatiu i les mesures de rendiment de la inversió (és a dir, a mesura que millora el govern corporatiu s'obtenen millors valoracions de les empreses, millor comportament de la cotització i millors *ratios* financers; i (iii) que la correlació entre govern contractual i valoració de l'empresa o altres mesures de rendiment de la inversió és més forta en els mercats emergents que en els mercats desenvolupats (és a dir, a mesura que empitjora el context institucional, el bon govern contractual afegeix més valor). L'evidència que a continuació s'ofereix parla per ella mateixa.

**6.1.** En algun moment anterior hem tingut ocasió d'assenyalar el protagonisme de la firma d'inversió *Credit Lyonnais Securities Asia* (CLSA) en l'elaboració de *ratings* de govern corporatiu en l'àrea dels mercats emergents (bàsicament Àsia i Llatinoamèrica). En el seu ja mencionat Informe de 2001 analitza 495 grans empreses de 25 mercats emergents i les classifica en un *ranking* de bon

---

<sup>40</sup> V. *supra* nota 19.

<sup>41</sup> Per a aquest debat v. E. Glaeser, S. Johnson i A. Shleifer, "Coase versus Coasians", *Quarterly Journal of Economics* 116 (2001), pp. 853 ss.

<sup>42</sup> Això implica que als països més desenvolupats resulta cada cop més difícil avançar en els *rankings*. En empetir-se l'espai o recorregut disponible per a la millora, aquestes tendeixen a ralentitzar-se. La possibilitat de trobar nous equilibris és cada cop menor a causa del caràcter creixent del cost marginal que té per als *insiders* una millora addicional dels estàndards de bon govern i del caràcter decreixent del benefici que poden obtenir-ne els *outsiders*. En tot cas, és d'assenyalar que allí on hi ha espai per a la millora contractual, la hipòtesi es confirma. En aquest aspecte, pot resultar interessant el cas suís, que, com a mínim pel que fa a transparència, té un nivell d'exigència legal o institucional molt baix, per la qual cosa les empreses disposen d'un ampli marge per a la millora. Doncs bé, l'estudi realitzat per Luzy Hail amb una mostra de 73 empreses indica bé a les clares que hi ha una relació inversa entre nivell de transparència voluntària i el cost de capital, de manera que les firmes millor situades en el *ranking* de transparència elaborat d'acord amb l'índex del l'Institut Bancari Suís gaudeixen d'una avantatge d'entre 1/8 a 2/4 punts percentuals en el seu cost de capital respecte de les pitjor situades (v. L. Hail, "The Impact of Voluntary Corporate Disclosures on the Ex Ante Cost of Capital for Swiss Firms", d'imminent publicació a l'*European Accounting Review* i mentrestant disponible a [http://papers.ssrn.com/sol3/delivery.cfm/SSRN\\_ID279276\\_code010816500.pdf?abstractid=279276](http://papers.ssrn.com/sol3/delivery.cfm/SSRN_ID279276_code010816500.pdf?abstractid=279276)).

govern construït sobre la base d'una enquesta als analistes del propi banc en els diferents països. L'enquesta es refereix a 57 variables, que s'agrupen al voltant de set matèries: (i) disciplina del *management* (creació de valor, recurs al mercat per a finançament, devolució de la tresoreria discrecional, etc.); (ii) transparència; (iii) independència (separació de la presidència del consell i del primer executiu, membres independents en els comitès d'auditoria i remuneracions, etc.); (iv) efectivitat del consell (funció de supervisió, percentatge de consellers "realment independents", nombre de reunions anuals, etc.); (v) responsabilitat del consell i els consellers (facilitat de litigar la seva responsabilitat, formes internes de disciplina sobre el comitè executiu, etc.); (vi) drets dels accionistes i tracte equitatiu (accions sense vot, qualitat de la informació subministrada en les juntes, remuneració del consell, etc.) i (vii) responsabilitat social. A cada grup de matèries se li assignen 15 punts, exceptuada l'última, que només en rep 10. D'aquesta manera, surt una escala d'1 a 100, dins la qual s'ordenen totes les empreses de la mostra<sup>43</sup>. El quadre següent mostra les puntuacions de les empreses analitzades corresponents a tots els mercats emergents<sup>44</sup> y el subsegüent, les de les empreses analitzades corresponents a Llatinoamèrica<sup>45</sup>.

<b>Compañies de tots els mercats emergents (Global) (%)</b>				
	<b>Puntuació Promig</b>	<b>Puntuació Promig de les 50 grans companyies</b>	<b>Millor Calificades</b>	<b>Pitjor Calificades</b>
Disciplina	49'9	66'9	73'8	29'3
Transparència	57'5	71'4	72'0	42'3
Independència	56'6	72'3	77'0	19'5
<i>Accountability</i>	48'1	65'5	73'5	26'1
Responsabilitat	51'5	69'7	78'0	23'2
Imparcialitat	63'2	77'4	85'4	26'7
Responsabilitat Social	68'4	83'7	86'0	56'7
Promig Ponderat	55'9	71'8	77'6	30'7

<b>Compañies dels mercats llatinoamericans (Regional) (%)</b>				
	<b>Puntuació Promig</b>	<b>Millor Calificades</b>	<b>Pitjor Calificades</b>	
Disciplina	54'40	88'9	11'1	
Transparència	78'60	100'0	50'0	
Independència	60'14	85'7	28'6	
<i>Accountability</i>	58'33	87'5	25'0	
Responsabilitat	61'11	83'3	16'7	
Imparcialitat	54'87	94'4	16'7	

<sup>43</sup> El qüestionari resulta, al nostre entendre, altament interessant. Com no pot reproduir-se aquí, he de remetre al voluminós Informe original preparat sota la direcció d'A. Gill: v. CLSA *Corporate Governance in Emerging Markets: Saints and Sinners, Who's Got Religion?*, Hong Kong 2001, pp. 8-12. i 202-206 El document no està lliurement disponible a la *web* de CLSA. L'hem localitzat a: [http://www.worldbank.org/wbi/banking\(finsecpolicy/domestic2003/reading/html](http://www.worldbank.org/wbi/banking(finsecpolicy/domestic2003/reading/html)

<sup>44</sup> CLSA, *Saints and Sinners*, cit., nota 44, p. 13.

<sup>45</sup> Elaborat a partir de les dades que ofereix CLSA, *Saints and Sinners*, cit. nota 44, pp. 195-196

Responsabilitat Social	73'39	100'0	33'3
Promig Ponderat	62'55	76'5	45,4

Doncs bé, l'anàlisi portada a terme revela l'existència d'una correlació molt estreta entre els nivells de govern corporatiu assignats a cada companyia al *ranking* i els *ratios financers*, el comportament de la cotització i la valoració de l'empresa de cada companyia. Els resultats més interessants poden resumir-se així:

a) En relació als *ratios financers*, es troba: (i) que, sent el ROE mitjà de les cent empreses més grans d'un 23'5%, el de les situades en el quart superior del *ranking* de govern corporatiu -75 punts o més- s'eleva al 33'8% i el de les situades en el quart inferior -25 punts o menys-, al 18%; (ii) que, sent el ROE mitjà d'un 21'2%, el del quart superior del *ranking* ascendeix a 25% i el de l'inferior gairebé ni assoleix el 18%; i (iii) que les empreses del quart superior van generar un EVA<sup>TM</sup>/IC de l'11%, mentre que el generat per les situades en el quart inferior només va assolir l'1'3%.

b) En relació al comportament borsari de l'acció, s'ha comprovat: (i) que durant l'exercici 2000, amb un resultat mitjà d'una caiguda del 8'7%, el preu de les accions corresponents a les empreses situades en el quart superior del *ranking* va pujar un 3'3%, mentre que el de les situades en el quart inferior va caure un 23'4%; (ii) que durant els tres anys anteriors, amb un increment mitjà d'un 127%, les empreses situades en el quart superior van duplicar al 267% i les del quart inferior van tenir un modest increment mitjà del 49%; i (iii) que durant els cinc anys anteriors, amb un increment mitjà d'un 388%, les accions de les empreses del quart superior es van revalorar un 930% i les del quart inferior un 196%.

c) En relació a la valoració, es constata que, sent la raó mitjana entre valor de mercat i valor comptable de les empreses incloses a la mostra de 3'9, el de les empreses situades en el quart superior s'eleva a 5'5 i el de les situades en el quart inferior es queda en 2'5.

<b>Quadre resum de rendiments financers en tots els mercats emergents (Global)</b>			
<b>Variable</b>	<b>Valor empreses de millor GC</b>	<b>Valor mig</b>	<b>Valor empreses de pijor GC</b>
<b>Ratios Financers</b>			
ROCE	33'8%	23'5%	18%
ROE	25%	21'2%	18%
EVA <sup>TM</sup> /IC	11%	-	1'3%
<b>Cotització</b>			
2000	3'3%	-8'7%	-23'4%
1997-2000	267%	127%	49%
1995-2000	930%	388%	196%
<b>Valor de mercat / Valor comptable</b>	<b>5'5</b>	<b>3'9</b>	<b>2'5</b>

L'evidència sobre la rendibilitat de les estratègies de bon govern als mercats emergents resulta, així doncs, aclaparadora. La conclusió no canvia si en lloc de prendre les dades globals corresponents a tots el mercats, ens fixem en les dades corresponents a les empreses llatinoamericanes, les xifres de les quals agreguem al següent quadre<sup>46</sup>:

<b>Quadre resum de rendiments financers en els mercats llatinoamericans (Regional)</b>			
<b>Variable</b>	<b>Valor empreses de millor GC</b>	<b>Valor mig</b>	<b>Valor empreses de pitjor GC</b>
<b>Ratios Financers</b>			
ROCE	17'8%	11'1%	6'3%
ROE	13'9%	9'8%	6'4%
EVA <sup>TM</sup> /IC	-4'4%	-6'6%	-9'3%
<b>Cotització</b>			
2000	11'4%	-9'25%	-14'4%
1997-2000	212%	129'9%	9'3%
1995-2000	327'9%	158'9%	100%
<b>Valor de mercat / Valor comptable</b>	<b>3</b>	<b>1'9</b>	<b>0'8</b>

6.2. La valuosa compilació de dades efectuades per CLSA ha estat explotada per la investigació acadèmica posterior, que ha refinat l'anàlisi centrant el seu estudi no tant en els rendiments financers (la fiabilitat dels quals és menor a causa de l'enorme volatilitat dels mercats de capitals emergents), pel que fa a la valoració d'empreses, amb el criteri tècnicament més adequat de la  $q$  de Tobin.

a) Em refereixo, en primer lloc, a l'estudi realitzat per Klapper i Love, dos rellevants economistes del Banc Mundial<sup>47</sup>. Després d'introduir determinades depuracions en l'índex i en la mostra de CLSA (per exemple, recalculat o refer el *ranking* sense considerar el capítol (vii) relatiu a la responsabilitat social de l'empresa i excloure més de cent empreses -entre elles, desgraciadament, les colombianes- per falta de dades rellevants) i de regressionar els valors del *ranking* contra estadístiques de valoració ( $q$  de Tobin) i indicadors de qualitat del govern corporatiu institucional dels distints països, obtenen dos resultats de gran interès als nostres efectes. El primer és que hi ha una correlació molt significativa entre el *ranking* de govern corporatiu i la valoració de les empreses, de manera que una millora estàndard en el *ranking* determina de mitjana un increment del 23% de la  $q$  de Tobin. El segon, és que aquesta correlació entre nivell de bon govern contractual i la valoració de l'empresa és més forta als països amb pitjor govern corporatiu institucional que als països que ho tenen millor: així per exemple, una millora estàndard en el govern corporatiu contractual determina un increment de la  $q$  de Tobin en un

<sup>46</sup> L'hem elaborat també amb les dades de l'Informe de CLSA, *Saints and Sinners*, cit. Nota 44, pp.193-194.



33% si la puntuació del govern institucional és baixa (5); en canvi, aquest increment es queda en el 18% quan la puntuació del govern institucional és més elevada (8). Això suggereix que l'adopció de pràctiques de bon govern és més important per a la valoració de l'empresa i, per tant, per a reducció del seu cost de capital quan el sistema institucional de protecció dels inversors és més feble.

b) Conclusions semblants mostra el treball de Durnev i Kim<sup>48</sup>. El punt de partida és també el *rating* de CLSA, al qual s'agrega -després d'haver comprovat la seva consistència- l'índex de transparència de *Standard & Poor's*, que és un índex elaborat en funció de 91 aspectes dels quals es considera rellevant per als inversors la comunicació als mercats: (i) vint-i-un relatius a l'estructura de propietat i relacions amb inversors; (ii) trenta-quatre relatius a la comptabilitat i polítiques financeres; i (iii) trenta-cinc relatius a l'estructura i funcionament del consell d'administració i la direcció de la companyia<sup>49</sup>. El resultat és una mostra considerablement més àmplia: en la qual queden, després de les oportunes depuracions, 859 empreses, 384 de CLSA i 456 de S & P. Doncs bé, utilitzant una metodologia semblant a l'anterior, en l'anàlisi detallat de la qual no és necessari entrar ara, les hipòtesis bàsiques que són objecte de la nostra atenció queden també plenament corroborades, és a dir: que els nivells de govern corporatiu estan associats estretament amb els nivells de valoració borsària de l'empresa (un increment estàndard en el *ranking* determina un increment mitjà de la valoració de l'empresa -de la  $q$  de Tobin- en un 9%<sup>50</sup>) i que les correlacions anteriors són més fortes en els mercats amb nivells de govern corporatiu institucional més baixos que en els més alts<sup>51</sup>. Així, per exemple, una millora estàndard en el *ranking* de bon govern contractual a Mèxic -el seu nivell de govern institucional està més aviat baix- determina un increment del valor de mercat de les seves accions d'un 12'6%. A Xile, al

<sup>47</sup> V LF Klapper i I. Love, "Corporate Governance, Investor Protection and Performance in Emerging Markets", properament disponible a la *Journal of Corporate Finance* (2003), entretant disponible a [http://papers.ssrn.com/sol3/delivery.cfm/SSRN\\_ID303979\\_code020319500.pdf?abstractid=303979](http://papers.ssrn.com/sol3/delivery.cfm/SSRN_ID303979_code020319500.pdf?abstractid=303979).

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

<sup>49</sup> Com en el *ranking* de S & P s'inclouen 208 companyies també incloses en el de CLSA, la prova de consistència entre ambdós índexs es realitza correlacionant, mitjançant les oportunes regressions, les dades globals i per segments de l'un i l'altre. El resultat de les regressions són unes dades molt consistents, la qual cosa permet refondre un i altre *ranking* homogeneitzant les puntuacions obtingudes per les diferents empreses.

<sup>50</sup> Una xifra semblant la mostra l'estudi menys sofisticat de *McKinsey*, en el qual s'analitzen 188 companyies de sis mercats emergents amb un *ranking* propi. L'estudi documenta igualment una estreta associació entre bon govern i valoració de l'empresa i posa de relleu que mitjançant millores voluntàries estàndard la valoració de les empreses en Borsa pot incrementar-se entre un 10% i un 12% (v. R. Newell i G. Wilson, "A Premium for Good Governance", *The McKinsey Quarterly* 3 (2002), disponible a <http://www.mckinsey.com>). La diferència dels increments constatats per Klapper i Love respecte dels constatats per Durnev i Kim o *McKinsey* ha d'atribuir-se a la mostra. La població analitzada per aquests últims -i, en especial el de Durnev i Kim (que ha agregat a la mostra de CLSA empreses molt grans de l'índex de S & P)- és d'empreses molt grans, el que fa que els resultats mitjans siguin menys espectaculars. Com és ben conegut, la grandària de les empreses i el seu paper de jugadors internacionals fa que siguin molt rellevants instruments de govern corporatiu basats en les forces del mercat (caldrà reproduir per això aquí l'observació que vam fer, a altres efectes, en l'anterior nota 35).

<sup>51</sup> En la literatura que hem revisat, detectem un estudi (v A. Sevic i Z. Sevic, "Legal Environment, Firm-Level Corporate Governance and Expropriation of Minority Shareholders in Asia", 2003, disponible a [http://papers.ssrn.com/sol3/delivery.cfm/SSRN\\_ID407847\\_code030609670.pdf?abstractid=407847](http://papers.ssrn.com/sol3/delivery.cfm/SSRN_ID407847_code030609670.pdf?abstractid=407847)) que no corrobora aquesta part dels resultats, encara que tampoc els desmenteix. Els autors no ofereixen l'explicació alternativa de l'"ignorant", sinó que atribueixen la divergència a diferències de les mostres i, sobretot, al fet que de la seva en van desaparèixer empreses d'alta tecnologia, on l'expropiació és més fàcil a causa de la naturalesa dels actius, que són més intangibles (*op. cit.* pp. 18-19).



contrari –amb un nivell alt de govern corporatiu institucional –, l'increment que procura és solament del 5'6%<sup>52</sup>.

c) En la mateixa línia, sembla oportú fer cinc cèntims d'un estudi que recentment s'ha fet públic en xarxa i que confirma de manera neta els resultats anteriors, sobre la base, un cop més, de les dades compilades i actualitzades a 2002 de CLSA<sup>53</sup>. Aquest cop s'investiga directament l'impacte de les millores de govern corporatiu sobre el cost de capital de les empreses incloses en la mostra, no sobre la valoració de l'empresa. No es tracta ara de descendir als detalls del càlcul del cost del capital. El que importa subratllar és que les regressions mostren una clara relació negativa entre la puntuació en el *ranking* de govern corporatiu i el cost de capital, la qual cosa prova efectivament que el bon govern rebaixa el cost de capital de les companyies. En particular, s'estima que el pas del nivell més baix de govern corporatiu (entre 1 i 25 punts en el ranking de CLSA) al més alt (entre 75 i 100 punts) determina un descens d'1'26 punts percentuals del seu cost capital, la qual cosa es tradueix en un increment aproximat del 20% del valor de l'empresa, emprant un càlcul raonable i conservador<sup>54</sup>. El més significatiu d'aquest estudi és que, a més i d'acord amb la hipòtesi anterior, prova que aquesta magnitud és més pronunciada als països que van patir més la crisi i que, previsiblement, tenien sistemes més febles de govern corporatiu (com Filipines o Tailàndia)<sup>55</sup>.

**6.3** Per completar el quadre, al·ludiré finalment a altres procediments indirectes que permeten esbrinar l'impacte que pot tenir una estratègia de bon govern contractual en la creació de valor. Em refereixo, en concret, als estudis que posen atenció a la prima de doble cotització. La hipòtesi és que les societats estrangeres que decideixen cotitzar a les Borses americanes adopten una decisió de bon govern contractual: es sotmeten voluntàriament a un règim de transparència i organització més estricta (estàndards de *listing* més exigents, normes de la SEC més rigoroses, etc.). No és cap extrem, per tant, suposar que la comparació entre certs *ratios* de les *cross listed firms* i els *ratios* mitjans de les empreses dels seus països de procedència pot aportar també una mica de llum a la nostra hipòtesi. I si és així, hem de concloure un cop més que l'evidència disponible reforça la nostra conjectura. És particularment il·lustratiu en aquest sentit el recent estudi de Doidge, que posa de relleu que la *q* de Tobin de les empreses estrangeres cotitzades a Estats Units excedeix un 16'5% de la *q* de Tobin de les empreses del seu mateix país no cotitzades als EUA<sup>56</sup>.

<sup>52</sup> En l'anterior nota 9 s'ofereix una quantificació del nivell de govern corporatiu institucional a Mèxic i Xile i s'explica el procediment seguit per establir-la.

<sup>53</sup> K.C.W. Chen, Z. Chen i K.C. Wei, "Disclosure, Corporate Governance, and the Cost of Equity Capital: Evidence from Asia's Emerging Markets", Juny 2003, disponible a [http://papers.ssrn.com/sol3/delivery.cfm/SSRN\\_ID422000\\_code030730670.pdf?abstractid=42200](http://papers.ssrn.com/sol3/delivery.cfm/SSRN_ID422000_code030730670.pdf?abstractid=42200).

<sup>54</sup> Per a l'estimació d'aquest càlcul v. *ibidem*, p. 23.

<sup>55</sup> En la mateixa línia es produeixen altres investigacions que han correlacionat els nivells de govern corporatiu de diferents companyies i el seu comportament en la crisi asiàtica, que en bona mesura va ser una crisi de govern corporatiu (v. S. Johnson, P. Boone, A. Breach i E. Friedman, "Corporate Governance and the Asian Financial Crisis", *Journal of Financial Economics* 58 (2000), pp. 141 ss.). Les companyies amb millors llocs en el *ranking* van tenir un comportament comparativament molt millor durant la crisi (v. T. Mitton, "A Cross-Firm Analysis of the Impact of Corporate Governance on the East Asia Financial Crisis", *Journal of Financial Economics* 64 (2002), pp. 483 ss.).

<sup>56</sup> V.C. Doidge, G.A. Karolyii i R. Stulz, "Why Are Foreign Firms Listed in the U.S. Worth More?", *Journal of Financial Economics*, (2003); hi ha una versió anterior disponible a <http://www.ssrn.com/abstract=285337>, per la

## 7. L'impacte del govern corporatiu sobre la valoració de les empreses en els mercats emergents: evidència d'alguns mercats nacionals

He reservat per al final la discussió de l'evidència empírica més interessant per a l'audiència colombiana. Les dades que hem sistematitzat en l'apartat anterior són molt més eloqüents que les que havíem vist en relació als mercats més desenvolupats. No obstant això, no ho són tant com podrien ser-ho. La raó d'això és que les poblacions amb què s'han confeccionat les mostres: (i) són internacionals, per la qual cosa ofereixen mitjanes subjectes a una enorme variació (els països emergents comprenen mercats de capitals tan distints com Hong Kong i Pakistan); (ii) únicament inclouen les empreses més grans de les diferents economies i, essent aquestes les que tenen menys problemes de govern corporatiu, els resultats apareixen esbiaixats; i (iii) ofereixen escassa base estadística des del punt de vista dels mercats nacionals, ja que aquests es fan representar per només unes quantes companyies. La via que per tot això resulta més apropiada per comprovar la "creació de valor" associada a les millores contractuals de govern corporatiu consisteix en examinar les experiències nacionals, perquè parteixen de pressupostos homogenis (els condicionants institucionals de govern corporatiu són els mateixos) i permeten utilitzar mostres heterogènies (empreses grans, mitjanes i petites i de tots els sectors). Malauradament, no existeixen en els circuits professionals i acadèmics internacionals estudis d'aquesta naturalesa en relació a Colòmbia o altres països de la regió. La falta pot suplir-se, malgrat això, amb els relatius a Corea i Rússia que són, dels que ens consten com a disponibles, els que ofereixen més certesa. Encara que pertanyen a òrbites culturals molt diferents i posseeixen diferents graus de desenvolupament, poden servir de *proxy* per a Colòmbia. El factor decisiu és que el nivell de qualitat del seu govern corporatiu institucional és molt semblant al colombià. Utilitzant la mètrica que ja coneixem, si l'*scoring* de Colòmbia és 7'92 ( $3 \times 2'64$ ), el de Corea es 13'34 ( $2 \times 6'67$ ) i el de Rússia 25 ( $5 \times 5$ )<sup>57</sup>.

**7.1.** Em refereixo, en primer lloc, a l'anàlisi de l'experiència coreana portada a terme sota la direcció del professor Bernard Black, al meu parer un dels experts i consultors internacionals amb més visió en aquestes matèries<sup>58</sup>. L'estudi es basa en la metodologia estàndard, però té un valor especial per haver construït un *ranking* de govern corporatiu particularment ben atès. El punt de partida és l'enquesta remesa el 2001 per la Borsa de Corea a *totes* les societats cotitzades sobre pràctiques de govern corporatiu i actituds enfront de la transparència. L'enquesta, que es contestaria per gairebé tots els destinataris (540 de 560), es referia a 138 variables, que se sotmeten

---

que citem. El lector interessat farà bé si consulta l'estudi original, que rebutja amb arguments molt convincents altres hipòtesis no relacionades amb el govern corporatiu avançades en la literatura anterior per explicar el *cross-listing premium*. No obstant, hem de reiterar una advertència, i és que el seu valor és reduït en partir d'una base no homogènia de *govern corporatiu institucional*. Més reduït és encara el dels estudis que es fixen en les fusions transfrontereres, encara que efectivament demostren que la *q* de Tobin d'un sector industrial d'un determinat país s'eleva quan una empresa que hi pertany és absorbida per una altra empresa estrangera que té millor govern corporatiu (v. A. Bris i Ch. Cabolis, "Adopting Better Corporate Governance: Evidence from Cross-Border Mergers", febrer de 2003, disponible a [http://papers.ssrn.com/sol3/delivery.cfm/SSRN\\_ID424884\\_code030717440.pdf?abstractid=424884](http://papers.ssrn.com/sol3/delivery.cfm/SSRN_ID424884_code030717440.pdf?abstractid=424884); v. també S. Rossi i P. Volpin, "Cross-Country Determinants of Mergers and Acquisitions", maig de 2003, disponible a <http://cepr.org/pubs/dps/DP3889.asp>).

<sup>57</sup> V. *supra* nota 19.

<sup>58</sup> B.S. Black, H. Jang i W. Kim, "Does Corporate Governance Affect Firm's Value? Evidence from Korea, *Stanford Law & Economics Olin Working Paper* núm. 237, octubre 2003, disponible a <http://www.ssrn.com/abstract=311275>.

a una poda implacable pels autors. Se'n descarten, així doncs, totes aquelles que comporten valoracions subjectives (preguntes que tenien per objecte opinions dels administradors), no tenen prou importància per tal d'avaluar el govern de la societat (per ex., sobre plans de negocis o polítiques financeres) o són difícils de jutjar com a pràctiques de bon o de mal govern. En acabar queden 38 variables, que afecten el nucli o cor del govern corporatiu. Les variables es classifiquen en quatre subgrups: (i) drets dels accionistes; (ii) estructura del consell i dels seus comitès; (iii) procediments del consell i dels seus comitès; (iv) informació i transparència a accionistes, als quals s'afegeix un nou sobre (v) "paritat de propietat", que persegueix calibrar el grau de proporcionalitat existent entre drets econòmics i drets polítics dels grups de control (es tracta, en definitiva, de veure en quina mesura el major accionista de la companyia utilitza estructures piramidals o participacions creuades per controlar més vots dels que té directament). La importància d'aquesta variable és crucial des del punt de vista del govern corporatiu. La intuïció comuna indica –i l'experiència corrobora– que els incentius per a l'expropiació dels accionistes minoritaris creixen a mesura que s'obre la bretxa entre drets de vot i drets sobre els fluxos de caixa<sup>59</sup>. Es va estandarditzar cada subgrup per tenir un valor entre 0 i 20 i es va construir un índex de govern corporatiu entre 0 i 100. Doncs bé, un cop ordenades més de 500 firmes coreanes en aquest *ranking* i compilades les dades comptables necessàries, es van fer les corresponents regressions estadístiques. En particular, es va regressionar l'índex contra la  $q$  de Tobin i contra la raó valor de mercat/valor comptable. Els resultats són aclaparadors. S'adverteix, d'aquesta manera, l'existència d'una correlació altament significativa en cadascuna de les regressions: un increment moderat de 10 punts en el *ranking* resulta en un increment del 6% en la  $q$  de Tobin i d'un 14% en el *price-to-book ratio*. Un canvi de la pitjor situació al *ranking* (que era de 13'41 punts), a la millor situada (85'6 punts), determinaria un increment d'un 42% en la  $q$  de Tobin i d'un 96% en la raó valor de mercat/valor comptable. Una altra troballa digna de ser destacada és que, quan les regressions es van fer contra els valors de cada subgrup de variables de l'índex, els resultats es van mantenir, encara que algunes de les qüestions van resultar ser especialment significatives des del punt de vista estadístic, en concret i per aquest ordre, "paritat de la propietat", informació als inversors i estructura del consell i de comitès<sup>60</sup>.

**7.2.** Molt més espectaculars són encara els resultats corresponents a Rússia, encara que certament s'han de rebre amb prudència a causa de l'escassa dimensió de la mostra, que només va incloure 20 empreses. La investigació es va realitzar també pel professor Bernard Black, que aquest cop va partir d'una ordenació inversa de les companyies en una escala de 0 a 60 (on 0 és el millor govern corporatiu i 60 el pitjor) realitzada pel banc d'inversió *Brunswick Warburg*<sup>61</sup>. El disseny de la investigació va consistir en relacionar el *ranking* amb un *ratio* entre la capitalització borsària real de les empreses a la Borsa de Moscou i la capitalització potencial que podrien tenir, en funció dels seus actius, en un mercat de capitals desenvolupat (aquest càlcul es va realitzar per un altre banc

<sup>59</sup> V S. Claessens, D. Klingebiel i M. Lubrano, "Corporate Governance Reform Signes in the Brazilian Equito Markets", 2002, disponible a <http://rru.worldbank.org/documents>.

<sup>60</sup> Per a un altre tipus d'evidències igualment interessants, v SW John, "Corporate Governance and Firm Profitability: Evidence from Korea Before the Economic Crisi", *Journal of Financial Economics* 68 (2003), pp. 287 ss.

<sup>61</sup> V B. Black, "Does Corporate Governance Matter? A Crude Test Using Russian Data", *University of Pennsylvania Law Review*, 149 (2001), pp. 2131 ss.; una versió quelcom més refinada a B. Black, "The Corporate Governance Behavior and Market Value of Russian Firms", *Emerging Markets Review*, 2 (2001), pp. 89 ss., ambdós disponibles també a [http://papers.ssrn.com/sol3/delivery.cfm/SSRN\\_ID263014\\_code010322520.pdf?abstractid=263014](http://papers.ssrn.com/sol3/delivery.cfm/SSRN_ID263014_code010322520.pdf?abstractid=263014).

de negocis independent, *Troika Dialog*). Doncs bé, el que en resulta és una correlació inversa molt forta entre el nivell de govern corporatiu i aquest *ratio*, la qual cosa indica que a mesura que millora el govern corporatiu, les empreses russes s'acosten a la capitalització que tenen empreses amb els mateixos actius als Estats Units o Europa. Per fer-nos una idea del que això suposa, serà suficient afegir que el pas del lloc inferior en el *ranking* (51 punts) al lloc superior (7 punts) determinaria un increment de 600 vegades en la valoració o capitalització de la companyia.

7.3. Per tancar aquest capítol, citaré finalment dos estudis sobre Índia i Xina, que tanmateix acrediten l'existència d'una correlació directa entre bon govern i les mesures usuals de valoració, en concret la  $q$  de Tobin i la raó valor de mercat/valor comptable i els retorns de capital ajustats per indústria o sector<sup>62</sup>. Si no els destaco especialment és a causa de l'heterogeneïtat i fins i tot atipicitat de bona part de paràmetres que utilitzen per construir el *ranking* de govern corporatiu, uns cops per incloure factors de menor importància (com és el cas del relatiu a l'Índia) i altres per incloure factors del que hem anomenat bon govern institucional (com és el cas del corresponent a Xina). En tot cas, no es troben mancats d'interès.

### III. Recapitulació

#### 8. Els reptes de Colòmbia: bon govern institucional i bon govern contractual

Ha arribat el moment de la recapitulació. Sabem que l'entramat *institucional* de govern corporatiu del qual disposa una nació afecta de manera notable el desenvolupament del seu sistema financer. La línia d'investigació oberta pels professors mexicans Rafael La Porta i Florencio López de Silanes, a la qual hem tingut ocasió de fer referència a la primera part d'aquest estudi, evidencia de manera incontestable que els països que disposen de millors infraestructures jurídiques –tant en termes de doctrina substantiva com de mecanismes d'*enforcement* efectius– tenen mercats de capitals més grans i líquids, major dispersió de propietat i millor valoració de les seves empreses<sup>63</sup>. Sabem també que, en aquest pla, Colòmbia no sobresurt en el concert internacional. Un repte important per a tots aquells que estan compromesos amb la modernització del seu sistema financer consisteix, per tant, a promoure reformes per tal de perfeccionar els instruments de protecció que brinda la legislació societària i del mercat de valors i imaginar vies per incrementar l'efectivitat dels dispositius públics d'*enforcement* (autoritats de supervisió, instàncies judicials, etc.)<sup>64</sup>. L'experiència d'alguns països veïns que han adoptat mesures d'aquesta naturalesa semblen dignes d'emulació. N'és una bona mostra la reforma

<sup>62</sup> V., respectivament, P. Mohanty, "Institutional Investors and Corporate Governance in India", maig de 2003, disponible a [http://papers.ssrn.com/sol3/delivery.cfm/SSRN\\_ID353820\\_code021212500.pdf?abstractid=353820](http://papers.ssrn.com/sol3/delivery.cfm/SSRN_ID353820_code021212500.pdf?abstractid=353820), i C. E. Bai, J. Lu, F.M. Song i J. Zhang, "Corporate Governance and Firm Valuation in China", novembre de 2002, disponible a [http://papers.ssrn.com/sol3/delivery.cfm/SSRN\\_ID393440\\_code030513670.pdf?abstractid=393440](http://papers.ssrn.com/sol3/delivery.cfm/SSRN_ID393440_code030513670.pdf?abstractid=393440).

<sup>63</sup> V. *supra* nota 18

<sup>64</sup> En aquest sentit, resulten molt interessants les *policy recommendations* contingudes a l'Informe del Banc Mundial (v. el sumari a l'annex B de l'Informe del Banc Mundial citat a la nota 3 anterior) i al *White Paper on Corporate Governance in Latin America* elaborat, sota el patrocini de la OECD, per la *Latin American Roundtable on Corporate Governance* i recentment publicat pel CCNM, París, octubre de 2003, pp. 13 ss.

brasileira de finals dels 90 i principis del 2000, que aviat ha donat resultats tangibles<sup>65</sup>. És cert que aquest tipus de reformes requereix inversions notables, temps de maduració i oportunitat política. Colòmbia les empenirà també tard o aviat, i de fet alguna ja està en funcionament: em refereixo al *Projecte de Llei del Mercat de Valors*, actualment objecte de tramitació parlamentària.

De la mateixa manera, és cert que les *reformes institucionals* no estan a les mans de les empreses i d'altres agents del mercat, però això no significa que hagin de creuar-se de braços i esperar. Hi ha un ampli recorregut per a les *reformes contractuals*, que poden servir d'avenç a les primeres i, en molts aspectes, substituir-les amb profit. L'objectiu de la meua exposició ha estat sistematitzar l'evidència més rellevant disponible en data d'avui sobre la rendibilitat d'aquestes estratègies privades de govern corporatiu i provar no solament que és molt el que poden fer en aquest terreny les pròpies empreses per crear valor, atreure la inversió i reduir el seu cost de capital, sinó també que els fruits –relatius– que poden esperar-ne són majors en contextos institucionals febles com el colombià, que en contextos institucionals forts. Espero haver-ho aconseguit<sup>66</sup>. Per això, en aquest punt no tinc altre remei que fer meves les conclusions de Klapper i Love:

“El nostre resultat té implicacions polítiques: Encara que la tasca de reformar els drets de protecció de l'inversor i la qualitat del sistema judicial és difícil, lenta i requereix el suport de la classe política i grups d'interessos, la millora del govern corporatiu a nivell d'empresa és un objectiu assolible. El nostre resultat és que fins i tot abans de la reforma legal i judicial, les empreses poden reduir el seu cost de capital establint mesures de protecció dels inversors creïbles. El nostre treball proposa que les empreses en països amb protecció pobra de l'inversor poden fer servir els seus estatuts per millorar el seu govern corporatiu, la qual cosa pot millorar la seva *performance* i la seva valoració”<sup>67</sup>.

I això em porta, necessàriament, a subratllar l'oportunitat del “Proyecto de Gobierno Corporativo” que ha creat la Borsa de Valors de Colòmbia dins el seu programa general per a “El fortalecimiento del mercado de valores”. La conjuntura, d'altra banda, sembla especialment propícia per a una iniciativa d'aquesta índole a causa de (i) els ingents recursos de què disposen els fons de pensions, llestos per afluir al mercat; (ii) la notable caiguda dels tipus d'interès, que afavoreix la inversió borsària; i (iii) les necessitats de capital que previsiblement tindran els emissors per finançar la seva expansió en un moment en què el cicle econòmic sembla arrencar.

<sup>65</sup> L'estudi empíric realitzat sobre el particular per Tatiana Nenova –del Banc Mundial– és molt significatiu: v T. Nenova, “Control Values and Changes in Corporate Law in Brazil”, 2001, disponible a <http://www.ssrn.com/abstract=294064>.

<sup>66</sup> A la data en què lliuro aquest treball a la impremta –mitjans de gener de 2004–, aquesta és segurament la primera vegada que s'ofereix un *survey* o sistematització completa de la investigació empírica que correlaciona nivells de govern corporatiu i nivells de valoració de l'empresa i altres ràtios financers. No té res de particular atesa la joventut d'aquesta línia d'estudis (2 o 3 anys), molts dels quals s'han realitzat de manera simultània i independent.

<sup>67</sup> Klapper i Love, “Corporate Governance, Investor Protection, and Performance in Emerging Markets”, cit. nota 48, p. 22.



## 9 Bon govern contractual: els mecanismes de coordinació i credibilitat

Un cop establert l'anterior, m'afanyo a afegir que la reforma contractual de què tant poden beneficiar-se les companyies colombianes i els inversors que hi canalitzin els seus fons necessita, no obstant això, d'algun suport institucional, que ajudi a coordinar el procés i a infondre-li credibilitat. És necessari que algú s'ocupi de gestionar la demanda de govern corporatiu i de traslladar-la a l'oferta. Les pròpies forces del mercat, actuant descentralitzadament, trigarien el seu temps a recórrer el camí. No sé si aquest algú ha de ser el regulador, la pròpia Borsa, una associació d'inversors institucionals o una organització empresarial, encara que sospito que el millor és una barreja o la col·laboració de tots. De qualsevol forma, crec que l'èxit d'una estratègia contractual de bon govern requereix satisfer algunes condicions. N'esmentaré aquí quatre de particularment rellevants: (i) *benchmarking* d'autoritat; (ii) implementació reforçada; (iii) visualització competitiva i (iv) credibilitat en l'*enforcement*. Si els compromisos de les empreses no tenen dents, els mercats no faran cas de les reformes ni pagaran la prima de bon govern ("no es pot nedar i guardar la roba"). Tot seguit explico de manera succinta el significat de cadascuna d'aquestes condicions.

**9.1.** La primera fa referència a la conveniència de disposar d'un *benchmark* que serveixi de patró de referència i de patró de qualitat en el mercat local. Per a això és menester promoure la publicació d'un Codi de Bon Govern que gaudeixi d'un ampli suport institucional<sup>68</sup>. Hi han de trobar expressió concreta les recomanacions que es facin als emissors<sup>69</sup>. L'existència d'un codi únic dotat de la suficient autoritat o *auctoritas* facilita l'assoliment de diversos objectius crucials per a l'èxit de l'empresa en què estem ficats: (i) la presa de consciència per part dels inversors i emissors de les qüestions centrals del govern corporatiu i de la seva importància per al desplegament del mercat<sup>70</sup>; (ii) la creació de cultura corporativa, que ajuda a superar la inèrcia de les formes de govern tradicionals i les ineficiències associades a la *path dependence*; (iii) l'assoliment d'economies de xarxa i complementarietat, perquè també en aquest àmbit l'estandardització dóna els seus fruits; i (iv) l'avaluació comparativa de les diferents companyies<sup>71</sup>.

<sup>68</sup> Un bon punt de partida és el *white paper* de Confecámaras "Principios y marco de referencia para la elaboración de un Código de Buen Gobierno Corporativo" (v. <http://www.confecamras.org.co/>). Aquest document s'adequa molt bé al recent Informe del Banc Mundial sobre el govern corporatiu a Colòmbia (citat a la nota 3 anterior), perquè tots dos prenen com a patró de referència els principis de l'OCDE (el primer per formular les seves recomanacions; el segon, per avaluar els usos i pràctiques de la companyia). Així mateix, guarda sintonia amb el *White Paper on Corporate Governance in Latin America* (referit a la nota 65).

<sup>69</sup> En el cas de Colòmbia, l'existència d'un *benchmark* permetria a més omplir de contingut les referències al bon govern de la Resolució 275 de *Supervalores*.

<sup>70</sup> Sota aquest aspecte és important que el Codi de Bon govern sigui capaç de transmetre "motivació" i, per això, sembla necessari que compti amb una part reflexiva, en què es justifiquin adequadament els seus principis i opcions. Encertar amb l'argument i triar bé el llenguatge són una part important de la tasca. Aquest aspecte de l'"educació de l'inversor" ha estat subratllat amb molt d'encert i penetració per A.F.H. Loke, "A (Behavioural) Law & Economics Approach to Reforming Asian Corporate Governance", *Company and Securities Law Journal* 20 (2002), pp. 252 ss., esp. 267-271 (agraeixo a l'autor que m'hagi subministrat una còpia del seu treball, de difícil accés a les nostres biblioteques).

<sup>71</sup> Per a l'examen d'altres funcions més formals o més "jurídiques" v. a la literatura més recent i pròxima al nostre àmbit cultural, P. Cámara, "Códigos de Gobierno de las Sociedades", a la *Revista Iberoamericana de Mercado de Valores* 10 (2003), pp. 62 ss., esp. 72-75.

La definició del contingut del Codi de Bon Govern ha estat presidida per un principi *d'adequació substantiva* o d'adaptació al mitjà. Amb això fem referència a la necessitat que la recomanacions incloses al codi seleccionin els "punts calents" del govern corporatiu en un mercat com el colombià siguin consistents amb les expectatives dels inversors, tinguin en compte les millors pràctiques locals<sup>72</sup> i ofereixin solucions normatives capaces de suplir les imperfeccions i inadvertències de la legislació societària, i en aquest sentit sembla especialment oportú dirigir la mirada cap a les variables que venen utilitzant les agències de qualificació a l'hora de confeccionar els seus *ratings* de govern corporatiu en els països emergents i de ponderar les pautes o estàndards més difosos en la pràctica internacional –per exemple, els principis de l'OCDE– en atenció al pes relatiu que tinguin en aquests *ratings*. D'aquesta manera podrem delimitar degudament les matèries a tractar i assegurar una major proximitat de les reformes a la sensibilitat dels inversors més sofisticats. Els codis més difosos en l'experiència dels mercats desenvolupats s'ocupen primordialment de *l'estructura i funcionament del consell d'administració* (composició, independència, comitès de control, estructura de lideratge de la companyia, etc.). A Espanya, l' *Informe Olivencia* és un bon indicador de la tendència general<sup>73</sup>. Tanmateix, la meua impressió és que, encara que aquest sigui un nucli temàtic de gran importància, en el cas colombià cal prestar atenció prioritària als relatius als "drets dels accionistes" i a la "transparència"<sup>74</sup>. En un context institucional dèbil i amb una estructura de propietat molt concentrada, el desafiament fonamental d'una política de bon govern és la protecció de la integritat de les inversions dels minoritaris enfront del risc d'expropiació o risc de distribució asimètrica del valor creat dins de la companyia<sup>75</sup>, i per a dur a terme aquesta comesa no pot dipositar-se tota la confiança en els consells, que ineludiblement estaran molt mediatitzats per les instàncies dominicals o de control<sup>76</sup>. L'èmfasi ha de posar-se en altres mecanismes que afavoreixin la vigilància per part de forces externes del mercat. Això obliga, en el camp dels *drets dels accionistes*, a concentrar l'atenció en les següents qüestions: (i) reforçament dels deures fiduciaris dels administradors i accionistes de control en casos de conflicte d'interès (operacions vinculades, explotació d'oportunitats de negoci de la companyia, ús d'actius socials, etc.)<sup>77</sup>; (ii)

<sup>72</sup> Hem tingut l'oportunitat de conèixer les iniciatives adoptades per algunes companyies pioneres a Colòmbia (per exemple, ISA), en les quals s'aprecien molts elements valuosos per a l'elaboració d'un Codi de Bon Govern.

<sup>73</sup> Per a un examen complet i detallat dels diferents codis publicats en l'àmbit europeu resulta indispensable consultar el treball realitzat, a instància de la Comissió de la Unió Europea, per la firma d'advocats Weil, Gotshall & Manges, *Comparative Study of Corporate Governance Codes Relevant to the European Union and its Member States*, gener 2002, disponible a [http://www.europa.eu.int/comm/internal\\_market/en/company/company/news/corp-gov-codes-rpt\\_en.htm](http://www.europa.eu.int/comm/internal_market/en/company/company/news/corp-gov-codes-rpt_en.htm)

<sup>74</sup> De fet, les prioritats manifestades pels inversors institucionals a Amèrica llatina van en aquest ordre: (i) drets dels accionistes; (ii) transparència; i (iii) consell d'administració (així es desprèn de la coneguda enquesta portada a terme per McKinsey (v. P. Coombes y M. Watson, "Three Surveys on Corporate Governance", a *McKinsey Quarterly* 4 (2000), disponible a <http://www.mckinsey.com>).

<sup>75</sup> En aquest sentit, els comentaristes més perspicus recomanen que els Codis de Bon Govern dels països emergents assumeixin explícitament com a objectiu fonamental "prevenir l'expropiació de l'objectiu", per tal que l'"educació de l'inversor" es polaritzi cap aquesta mena de problemes (v. Loke, "A (Behavioural) Law & Economics Approach to Reforming Asian Corporate Governance", cit. nota 71, p. 270).

<sup>76</sup> Al nostre país, per exemple, la investigació empírica ha fet palesa l'existència d'una correlació directa i molt significativa entre concentració de la propietat i debilitat del control exercit pel consell: v. L.E. Reyes Recio, *La estructura de propiedad y el Consejo de Administración como mecanismos de gobierno supervisores de las actuaciones directivas (Una aplicación a las empresas no financieras cotizadas en la Bolsa de Madrid)*, Madrid 2001, pp. 167 ss.

<sup>77</sup> Sobre aquest aspecte em permeto remetre a C. Paz-Ares, "Directors' Duties and Directors' Liabilities", ponència presentada a la *Third Roundtable of Corporate Governance in Latin America*, México 2002, disponible també en versió castellana a <http://www.oecd.org/dataoecd/1/0/2085788.pdf>. Una versió diferent i adaptada a la discussió



elevació de la tutela dels minoritaris en les transaccions de transferència del control (per exemple, reconeixent en el seu favor drets de venda conjunta – *tag along* – o suprimint barreres a les opas) i en situacions on hi ha risc de dilució del valor de les seves participacions (per exemple, reforçant el dret de subscripció preferent en noves emissions, etc.); i (iii) promoció de la participació dels minoritaris en els processos de decisió i de control de la companyia, preveient sistemes de representació de la minoria al Consell, residenciant en l'esfera de competència de la Junta general matèries rellevants (per exemple, la disposició d'actius substancials), neutralitzant la força matemàtica dels accionistes de referència (mitjançant, per exemple, l'obligació d'abstenció o procedint a votacions separades en transaccions que puguin plantejar conflictes d'interessos) i articulant mesures que poden afavorir la implicació activa dels inversors institucionals – fonamentalment, els fons de pensions – en els òrgans de la societat<sup>78</sup>. En el camp de la *transparència*, els aspectes segurament més importants fan referència a (i) la informació sobre l'estructura de propietat, inclosa aquella que versa sobre pactes parasocials i sobre el grau de disparitat entre drets econòmics i polítics – participacions creuades, “piramiditzacions” i altres tècniques que, formalment o material, allunyen la companyia de l'estàndard “una acció, un vot” –; (ii) la revelació pública de les operacions vinculades i transaccions sobre títols de la companyia dutes a terme per *insiders*; i (iii) els estàndards comptables, el *timing* de la informació financera i les pràctiques d'auditoria. És cert que moltes d'aquestes qüestions mereixerien un tractament en la legislació societària, però mentre arriba el moment de la reforma legislativa serà bo anar guanyant o aplanant el terreny en el pla de les recomanacions<sup>79</sup>.

**9.2.** La segona condició versa sobre la implementació de les recomanacions que eventualment es consignin al Codi de Bon Govern. És aconsellable que es tracti –com dèiem– d'una *implementació reforçada*, i això tan des del punt de vista dels procediments com del de la publicitat. L'experiència ensenya que les vies mitjançant les quals les empreses assumeixen els seus compromisos de govern corporatiu són molt variades, i van des de la simple declaració o manifestació al mercat d'unes directrius en la matèria (*guidelines*) fins a la formalització estatutària de regles ben clares i perfilades. A Espanya, per exemple, s'ha generalitzat la tècnica d'incorporar-les a *Reglaments del Consell d'Administració*. A Colòmbia, es parla de *Codis de Bon Govern*, la naturalesa jurídica dels quals no està, pel que sembla, ben definida. En la meua opinió, sembla convenient fomentar la utilització d'una via estàndard i, a l'efecte, el més recomanable resulta incorporar les normes de govern als estatuts de la societat. Aquesta opció té varies avantatges sobre les alternatives: (i) major estabilitat dels compromissaris, ja que els estatuts requereixen un procés complex per a la seva modificació, en què són cridats a participar els accionistes minoritaris<sup>80</sup>; (ii) major credibilitat de les seves sancions, a la vegada que els actes contraris als estatuts són impugnables d'acord amb la legislació societària i constitueixen un

---

espanyola ha estat publicada recentment sota el títol “La responsabilidad de los administradores como instrumento de gobierno corporativo”, en *Revista de Derecho de Sociedades* 20 (2003) pp. 67 ss. i a la revista electrònica *InDret* 4/2003, accessible a [http://www.indret.com/rca\\_articulos/cas/162.pdf](http://www.indret.com/rca_articulos/cas/162.pdf).

<sup>78</sup> Sobre aquest darrer aspecte posa l'accent el *White Paper on Corporate Governance in Latin America* (citada a la nota 65), pp. 16-17.

<sup>79</sup> No hi seria de més, en tot cas, aprofitar la reforma de la *Llei de Mercat de Valors* en curs per a introduir algunes de les mesures esmentades.

<sup>80</sup> Això no succeeix, per exemple, amb els Reglaments del Consell d'Administració o de les Juntes Directives, que poden ser reformats pel propi òrgan.

fonament inequívoc per a l'exigència de responsabilitat<sup>81</sup>; i, en definitiva, (iii) major certesa sobre el seu abast: tothom coneix el significat dels estatuts dins de la societat i tothom espera que les normes d'organització i conducta més rellevants tinguin un lloc a la *carta magna* de la companyia. Tanmateix, res d'això no s'ha d'entendre de forma excloent. En els estatuts socials s'ha de recollir el contingut fonamental del govern corporatiu, sens perjudici que s'habilitin normes inferiors per al seu desenvolupament procedimental (per exemple, un reglament de la junta directiva o del comitè d'auditoria) o que s'acompanyin d'altres documents més pragmàtics per a comunicar compromisos al mercat (per exemple, una declaració del soci de control, com ha succeït en el cas de ISA<sup>82</sup>).

Per a facilitar la implementació de les directrius de bon govern que eventualment s'incloguin en el *benchmark* i per a reforçar la seva imatge d'autoritat, l'emissió del Codi s'hauria d'acompanyar d'una obligació legal o reglamentària d'informació sota el principi *comply or explain*, d'acord amb la tècnica que incorporés la Borsa de Londres com a requisit de *listing* i ara han adoptat legislativament diversos països, l'últim Espanya, en la recent reforma de la Llei del Mercat de Valors<sup>83</sup>. Es pretén forçar als emissors per a que ofereixin una justificació pública de les seves polítiques de govern corporatiu. Ells són propietaris de les seves decisions, però sobre ells ha de recaure la "càrrega de l'argumentació" en cas que resolguin apartar-se o no adaptar-se a unes recomanacions que, efectivament, gaudeixen d'*auctoritas*. Seria possible aprofitar la reforma en curs de la Llei del Mercat de Valors per establir expressament aquesta obligació de "complir o explicar"<sup>84</sup>. De no ser possible, es podria pensar en introduir-la com a requisit de cotització, en el context de la creació d'un nou segment de mercat caracteritzat pel seu nivell de govern corporatiu, al qual fem referència tot seguit.

**9.3.** La tercera condició l'he denominada *visualització competitiva*. Les empreses que aposten pel bon govern necessiten comunicar els seus progressos als inversors per tal de realitzar de la manera més ràpida i completa possible el valor del seu esforç. Això pot fer-se individualment per cada empresa o per les agències de qualificació, la presència i activitat de les quals en aquest camp és, com sabem, cada cop més intensa. De totes maneres, no és superflu que es proporcionin algun suport institucional als mercats perquè, també sota aquest punt de vista, resultin més competitius. El protagonisme correspon aquí a les Borses. No es tracta que aquestes generalitzin els estàndards de bon govern com a requisits de cotització; una iniciativa d'aquest tipus podria trobar-se amb l'oposició de molts emissors i treure "voluntarietat" al programa. Es tracta simplement que posin en funcionament algun dispositiu que faciliti la visualització dels més

---

<sup>81</sup> Aquests avantatges no els tenen altres opcions. Per exemple, a Espanya no se sol considerar que les infraccions dels Reglaments del Consell siguin motiu d'impugnació a efectes del previst a l'art. 143 LSA (v., per exemple, F. Salelles Climent, *El funcionamiento del Consejo de Administración*, Madrid 1995, p. 72; M.A. Alcalá Díez, *La impugnación de acuerdos del Consejo de Administración de la sociedad anónima*, Madrid 1998, pp. 308-310), opinió aquesta de la qual m'he permès discrepar amb base en alguns arguments que no pertoca analitzar ara (v. C. Paz-Ares, "El enforcement de los pactos parasociales", *Actualidad Jurídica U&M*, 5 (2003), p. 39).

<sup>82</sup> V. el semanari colombià *Dinero* (1-XI-2002), p. 36.

<sup>83</sup> V. art. 114 LMV, introduït per l'anomenada *Ley de Transparencia* (Llei 26/2003, de 17 de juliol).

<sup>84</sup> La importància d'aquest punt ha estat subratllada adequadament, des de l'òptica de l'educació de l'inversor i de la creació d'una sana cultura en el mercat de valors, per Loke, "A (Behavioural) Law & Economics Approach to reforming Asian Corporate Governance", cit., nota 71, pp. 268-269.

avantatjats. La fórmula ja està inventada i consisteix a crear un *mercat de dos esglaons*<sup>85</sup>. La pròpia Borsa de Valors de Colòmbia pot beneficiar-se tant com les empreses oferint als pioners l'oportunitat de ser reconeguts com un segment separat i diferent capaç d'atreure l'atenció i la inversió dels inversors. Aquesta fou la raó que el seu dia –juny de 2001– motivà la creació dins de la Borsa de Sao Paulo (*Bovespa*) dels denominats *Níveis Diferenciados de Governança Corporativa*, que formen un esglaó distingit per la qualitat del seu govern corporatiu<sup>86</sup>. Les companyies que cotitzen en els tres nivells d'aquest esglaó –nivell 1, nivell 2 i *novo mercado* en sentit estricte– es comprometen a adoptar pautes de govern corporatiu que s'incrementen en cada nivell. Un any més tard des del seu llançament, se'n pogué comprovar l'èxit. Companyies que representaven el 20% de la capitalització borsària total i el 19% del *trading* cotitzaven en el segment de govern corporatiu. El comportament de les cotitzacions fou molt més bo durant aquest any turbulent a Llatinoamèrica. Parlem del 2002. El nou segment només caigué un 1'58% quan l'índex general de *Bovespa* ho va fer en un 23'3%. La seva volatilitat fou la meitat que la de l'índex general<sup>87</sup>. Dades més recents confirmen aquesta tendència: la revalorització del IGC (índex d'accions amb govern corporatiu diferenciat) ha estat del 40,6 % enfront del 4,5 % del *Ibovespa*, des de juny de 2001 fins a agost de 2003<sup>88</sup>. El següent gràfic mostra l'evolució comparativa d'ambdós índexs.

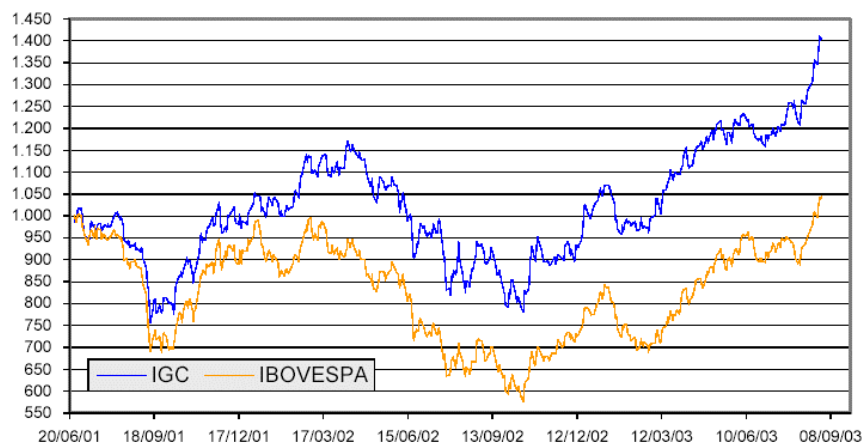
---

<sup>85</sup> La tècnica està especialment indicada als mercats emergents: v B. Black, "The Role of Self-Regulation in Supporting Korea's Securities Markets", desembre de 2002, pp. 10-11 i s., disponible a [http://papers.ssrn.com/sol3/delivery.cfm/SSRN\\_ID293565\\_code030103530.pdf?abstractid=293565](http://papers.ssrn.com/sol3/delivery.cfm/SSRN_ID293565_code030103530.pdf?abstractid=293565), i K.S. Choi i K.S. Kim, "Establishing a New Stock Market for Shareholder Valued Oriented Firms in Korea", 2002, pp. 32 ss., disponible a [http://papers.ssrn.com/sol3/delivery.cfm/SSRN\\_ID314921\\_code020610630.pdf?abstractid=314921](http://papers.ssrn.com/sol3/delivery.cfm/SSRN_ID314921_code020610630.pdf?abstractid=314921).

<sup>86</sup> Sobre aquesta experiència, que és causa del fracàs polític de certes reformes legals i de l'agudització de la crisi patida pel mercat borsari a la fi dels noranta (es van aturar les sortides a Borsa, certes empreses emigraren al mercat de New York, moltes sol·licitaren l'exclusió de cotització, tot això amb la consegüent minva de liquidesa), resulta de gran interès l'anàlisi de C. Jordan i M. Lubrano, "How Effective Are Capital Markets in Exerting Governance on Corporations?: Lessons of Recent Experience with Private and Public Rules in Emerging Markets", a C. Jordan i M. Lubrano, "How Effective Are Capital Markets in Exerting Governance on Corporations?", a R.E. Litan, M. Pomerleano i V. Sundararajan (eds.), *Financial Sector Governance. The Role of Public and Private Sectors*, Washington DC, Brookings Press, 2002, cap. 10, pp. 21 ss. Els requisits de *listing* dels segments de govern corporatiu brasilers poden consultar-se a <http://www.novomercadobovespa.com.br/english/index.htm>.

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

<sup>88</sup> Dades publicades al *Boletim Informativo Novo Mercado*, núm. 34, de 5 de setembre de 2003, disponible a <http://www.bovespa.com.br/pdf/BoletimNovoMercado34.pdf>. Els estudis empírics posen de manifest, a més, que l'"emigració" a esglaons de govern corporatiu augmenta la valoració i la liquidesa de les accions i redueix la seva volatilitat (vegeu A. Gledson de Carvalho, "Efeitos da Migração para os Níveis de Governança da Bovespa", disponible a [www.econ.puc-rio.br/pdf/seminero/2003/migraçao/pdf](http://www.econ.puc-rio.br/pdf/seminero/2003/migraçao/pdf); versió anglesa disponible a [www.bovespa.com.br/pdf/usp\\_ingles.pdf](http://www.bovespa.com.br/pdf/usp_ingles.pdf)).



No és qüestió de descendir ara als detalls de com ha d'articular-se aquest mercat de *millor govern corporatiu*. Serà suficient insistir que els seus estàndards de llistat han d'acollir –potser en nivells progressius, potser en un únic nivell– les regles de bon govern més significatives per a la protecció de l'inversor (deures fiduciaris, drets de *tag along*, comitès del consell amb majoria d'independents, millores de transparència i d'estàndards de comptabilitat, etc.) i segurament també altres exigències més relacionades amb el mercat (per exemple, un *free float* mínim del 20% o 25%, *lock ups* inicials per als accionistes de control, etc.). La visibilitat que comporta la pertinença al segon esglaó pot constituir un estímul o al·licient de primer ordre per a què les empreses acabin a la llarga adaptant-se a les pautes de bon govern. No falta afegir que, junt a l'estímul de la visibilitat i amb la col·laboració del sector públic, puguin crear-se altre al·licients tal vegada més eficaços a curt termini. Penso concretament en iniciatives del regulador dels fons de pensions adreçades a autoritzar els fons a invertir una major proporció de llurs actius en companyies que cotitzin en els segments especials de govern corporatiu, cosa que proporcionaria incentius addicionals per a què les societats hi emigrin<sup>89</sup>.

**9.4.** La darrera condició a la qual he de fer referència és la relativa a la *credibilitat de l'enforcement*. El valor dels compromisos de bon govern que assumeixin els emissors està correlacionat amb les expectatives que tingui el mercat sobre la seva efectivitat, i perquè aquestes siguin serioses o sòlides és precís acompanyar aquells compromisos de les corresponents mesures d'*enforcement*. Hobbes ho digué de manera lapidària en el seu *Leviathan*: “*words without swords are merely words*”. No es tracta aquí, com és natural, de fer propostes sobre la millora de l'aparell judicial i dels organismes de supervisió del mercat. Això pertany a l'àmbit de la *reforma institucional*. La meua reflexió es limita als mecanismes de disciplina privada, on hi ha moltes possibilitats d'actuació. Esmentaré les més rellevants per tal de facilitar tres tipus d'*enforcement*: (i) l'*enforcement* reputacional; (ii) l'*enforcement* institucional; i (iii) l'*enforcement* jurídic.

<sup>89</sup> Novament, l'experiència brasilera de *novo mercado* resulta allisonadora. El llançament d'aquest esglaó de govern corporatiu ha permès, per exemple, que el BNDES (Banco Nacional de Desenvolvimento) ofereixi finançament amb taxes d'interès progressivament més baixes a les empreses que cotitzen en el nivell 1, el nivell 2 i *novo mercado* en sentit estricte. (v. amb més referències, Jordan i Lubrano, “How Effective Are Capital Markets in Exerting Governance on Corporations in Emerging Markets”, cit. nota 23, p. 18).

a) L'enforcement reputacional és el que realitzen les pròpies forces del mercat avaluant i penalitzant –o recompensant– els agents en funció de llurs decisions. Per a facilitar aquesta tasca és necessari evitar el “soroll” en la percepció de quines són les pràctiques de cada empresa, cosa que requereix: (i) que les regles o estàndards siguin clars, perquè en cas contrari pot ser difícil jutjar si hi ha hagut o no un incompliment; (ii) que existeixi una vigilància o monitoreig efectiu de les pràctiques de govern, per a la qual cosa és necessari estimular el treball i elevar les exigències dels *gatekeepers* privats (faig referència a aquells operadors professionals que presten els seus serveis en el mercat i que certifiquen contra la seva reputació –d'aquí que se'ls anomeni “intermediaris reputacionals”- l'actuació de l'emissor: auditors, advocats, bancs de negoci, analistes, assessors d'inversió, agències de *rating*, premsa financera, etc.)<sup>90</sup>; i (iii) que la informació que arribi al mercat sigui quantitativament suficient i qualitativament fiable, per la qual cosa és de gran importància un suport legislatiu, segons ja hem indicat. Ha d'existir un *enforcement* regulatori contra les informacions falses o enganyoses que proporcionin les empreses.

Dins d'aquest capítol, mereix una atenció especial la producció de *ratings* de govern corporatiu, que avaluen les regles i pràctiques d'una companyia i determinen la seva posició relativa dins el mercat. Si la companyia no és capaç d'elevar o mantenir la seva qualificació, serà penalitzada amb el consegüent declivi de la seva cotització (i, si s'escau, amb activar-se el *default* sota els seus contractes de préstecs) o amb resultar inidònea per a les inversions de certes entitats (per exemple, fons de pensions). El paper que poden jugar les firmes de *rating* que ara estan iniciant el seu camí pot ser molt important per tal d'aconseguir l'efectivitat, i això especialment a mesura que depurin les seves metodologies d'anàlisi i consolidin la seva reputació d'imparcialitat en els mercats. De les iniciatives privades que s'estan desenvolupant en aquest camp ja n'hem parlat en el seu moment<sup>91</sup>. La qüestió que ara vull suscitar –només suscitar, perquè no hi tinc una resposta- és la relativa a l'oportunitat que les institucions que promouen la publicació d'un Codi de Bon Govern i, en especial, la Borsa s'aventurin també en exercicis d'aquesta naturalesa. No falten antecedents en altres mercats emergents. El més notable és, sens dubte, el de la Borsa de Tailàndia (SET), que ha desenvolupat una metodologia de *rating* vinculada al Codi de Millors Pràctiques emès el 1999 i s'ha proposat aplicar-la a les empreses que hi cotitzen. El pla consisteix a realitzar diversos *rounds* de qualificació. En el primer s'efectuen els *ratings* i s'elabora el *ranking* corresponent, en què s'ordenen les diferents empreses. Els resultats obtinguts per cada companyia –la puntuació i el seu lloc en el *ranking*– es mantindran confidencials (només es comunicaran a les companyies interessades). El segon *round* de *ratings*, en canvi, es farà públic. La idea és donar a les empreses una oportunitat de reaccionar vers el *rating* inicial millorant el seu govern corporatiu<sup>92</sup>.

b) El que de manera una mica equívoca he anomenat *enforcement* institucional és l'*enforcement* portat a terme pels propis òrgans rectors del mercat de capitals. La via que ha d'implementar-se

<sup>90</sup> Per a un desenvolupament d'aquests aspectes i d'altres connexos en els quals aquí no podem entrar v. M. Iskander i N. Chamlou, *Corporate Governance, A Framework for Implementation*, publicat pel World Bank, Washington 2000, un resum del qual està disponible a <http://www.worldbank.org/html/fpd/privatesector/cg/docs/overview.pdf>.

<sup>91</sup> V. *supra* 4.2.

és la vigilància per part de la Borsa de Valors de l'efectiu compliment dels requisits de cotització que eventualment estableixi per al segon esglaió del mercat. L'amenaça de la suspensió de la cotització o del *delisting* pot jugar aquí un paper important.

c) L'enforcement jurídic és l'últim ressort i, al final, el que alimenta a l'ombra tots els anteriors. La premissa per a fer-ho possible és la incorporació de les regles de bon govern als estatuts de les companyies, segons ja hem avançat<sup>93</sup>. A partir d'aquí, el que procedeix és establir mecanismes que facilitin les impugnacions d'acords dels òrgans socials i, sobretot, l'exigència de responsabilitat dels administradors i accionistes de control per infracció dels seus deures fiduciaris. En aquesta línia es podrien debatre algunes mesures estatutàries i valorar la seva cabuda en l'ordenament societari i processal colombià. Em semblen especialment rellevants les tres següents: (i) legitimar els accionistes minoritaris que hagin fet una inversió de cert pes per a entaular l'acció social de responsabilitat; (ii) habilitar un tràmit d'arbitratge institucional per a què els accionistes minoritaris hi puguin ventilar les seves diferències i controvèrsies amb la societat i els seus administradors i accionistes de control; i (iii) establir, dins de la clàusula arbitral, un tràmit d'admissió de la demanda que redueixi el risc de la litigació estratègica i permeti imposar una regla de costes favorable per als demandants<sup>94</sup>. Seria oportú que el sistema d'arbitratge s'organitzés sota l'auspici de la Borsa de Valors i es vinculés als estàndards de llistat del "segon esglaió". Novament, l'experiència brasilera pot ser de gran ajuda per a dissenyar la cambra arbitral i els seus procediments<sup>95</sup>. L'objectiu prioritari és assegurar la confiança d'emissors i inversors en la integritat deontològica i en la competència tècnica –jurídica i financera– de les persones encarregades de resoldre els litigis.

## 10. Una consideració final sobre la recepció de les polítiques de bon govern

Acabo amb un parell de reflexions sobre les condicions que intueixo per a la recepció per part del mercat de les polítiques de bon govern. Tot sembla indicar que *el costat de la demanda* està ja molt madur. Els inversors més sofisticats han adquirit plena consciència de la seva importància fonamental i, efectivament, semblen disposats a pagar una prima substancial pels títols d'una companyia ben governada. La preocupació per aquest afer no és ja una "excentricitat" de CalPERS i pocs més<sup>96</sup>. En el seu últim informe, *McKinsey* ens adverteix que tres quartes parts dels inversors institucionals consultats consideren que les variables relatives al govern corporatiu són ja tan importants com les relatives a aspectes financers a l'hora d'avaluar una empresa per

<sup>92</sup> Per a altres experiències semblants a Polònia i Rússia v. Jordan y Lubrano, "How Effective Are Capital Markets in Exerting Governance on Corporations in Emerging Markets", cit. nota 23, pp. 29-30).

<sup>93</sup> V. *supra* 9.2.

<sup>94</sup> Per a un desenvolupament d'aquests aspectes em permeto remetre a C. Paz-Ares, "La responsabilidad de los administradores como instrumento de gobierno corporativo", a *Revista de Derecho de Sociedades* 20 (2003) i a la revista electrònica *InDret* 4/2003, accessible a [http://www.indret.com/rcs\\_articulos/cas/162.pdf](http://www.indret.com/rcs_articulos/cas/162.pdf).

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

<sup>96</sup> Cito el cas de CalPERS per ser probablement el primer que adoptà una actitud ferma de no invertir en companyies que no donessin la talla des del punt de vista del bon govern: v. <http://calpers-governance.org/principles/international>.



prendre decisions d'inversió<sup>97</sup>. Res d'això no hauria de sorprendre'ns després del recorregut que hem portat a terme per l'evidència empírica. El govern corporatiu els ajuda a millorar el rendiment de les seves inversions i a reduir el seu risc de cartera. Això últim és particularment important en aquesta regió, els mercats de la qual exhibeixen una alta volatilitat<sup>98</sup>. Els preus de les accions de companyies ben governades –això és una cosa que hem pogut aprendre de la crisi asiàtica– són molt més resistents a la crisi o *downturns* dels mercats. Rob Bauer –cap d'anàlisi d'*ABP Investment*– els recomana per això fer *lobby* per a què les empreses cotitzades apliquin les pràctiques de bon govern i situïn en un lloc preferent de les seves carteres les companyies que ho fan<sup>99</sup>. Em permeto fer aquesta mateixa recomanació als gestors de fons de pensions colombians, que responen mil·limètricament al tipus o perfil d'inversor que més valora el govern corporatiu. Heus aquí el retrat robot que en fan els especialistes: (i) té inversions més estables i, per tant, una menor rotació a la seva cartera; (ii) valora més una estratègia de creació de valor que una estratègia de creixement; i (iii) gestiona fons de pensions amb un caràcter o significació pública<sup>100</sup>.

El *costat de l'oferta* està quelcom més verd, i és natural que així sigui. El govern corporatiu és una aposta o inversió a llarg termini, els seus fruits triguen un temps a recollir-se, però els sacrificis que imposa una major disciplina es noten gairebé l'endemà. L'objectiu fonamental d'aquesta exposició s'ha adreçat a convèncer els emissors del fet que els surt a compte afegir-se a la iniciativa del bon govern. No obstant això, l'experiència –pròpia i comparada– m'indica que hi haurà resistències i fins i tot pressió organitzada per tal d'evitar l'establiment d'estàndards que posin en evidència els inadaptats i que, quan acabin establint-se, es transformaran en compliment tècnic o de façana, en un mer *box-ticking*<sup>101</sup>. El fenomen pot explicar-se fàcilment i, per descomptat, no és incompatible amb els aclaparadors resultats empírics que hem documentat. L'oposició vindrà de les empreses més consolidades –les que operen en sectors madurs on no hi ha grans projectes d'inversió i hi abunda el capital acumulat–, ja que els seus *insiders* no tenen gaires incentius per adoptar canvis (els canvis, encara que beneficien els *outsiders*, a ells no els

<sup>97</sup> Les dades concretes respecte de Llatinoamèrica són les següents: el 18% dels inversors considera que el govern corporatiu (definit en funció de l'efectivitat supervisora dels consells; de l'amplitud de la transparència i de la paritat de tracte i garanties dels drets dels accionistes) és més rellevant que els temes financers (potencial de creixement, perspectives de beneficis, etc.) per a decidir les seves inversions; el 66% que és igualment important i només un 16% que és menys important: v. *McKinsey*, "Global Investor Opinion Survey: Key Findings", juliol 2002 (disponible a <http://www.mckinsey.com/governance>).

<sup>98</sup> Resulta molt il·lustratiu al respecte l'article del responsable de *Capital Group Companies, Inc.* (un inversor de primer ordre en els mercats emergents), M.J. Johnston, "Portfolio Investment in Emerging Markets: An Investor Perspective" a P.K. Cornelius i B. Kogut (eds.), *Corporate Governance and Capital Flows in a Global Economy*, Oxford 2003, pp. 371 ss.

<sup>99</sup> R. Bauer i N. Guenster, "Good Corporate Governance Pays Off! Well-Governed Companies Perform Better on the Stock Market", abril 2003, cit. nota 34, p. 6.

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

<sup>101</sup> Això és quelcom ben conegut pels observadors i estudiosos del govern corporatiu. Serveixi com a mostra la conclusió d'una recent anàlisi de la consultora *McKinsey* sobre els consells d'administració de diferents firmes brasileres: "Industrialists in Brazil, like those in many other emerging markets, feel ambivalent about the idea of adopting the standards of governance favored by global investors. The results might well be better access to international funding and higher share prices. But the risk would be the loss of full control and the quick and agile decision making that concentrated owners and informal governance makes possible. What to do? In Brazil, at least, a survey of corporate leaders showed that companies intend to improve their access to capital and markets by making cautious reforms that will allow control to stay in the hands of the traditional owners as long as possible" (v. "Brazilian Boardrooms" a *The McKinsey Quarterly* 2 (2002), disponible a <http://www.mckinseyquarterly.com>).



reporten gaires guanys, només els perjudiquen). El fet que aquestes empreses es mostrin reticents al canvi s'ha de prendre com un simple contratemps. De cap manera posa en dubte el projecte de govern corporatiu i, menys encara, el condemna al fracàs. Els accionistes minoritaris tampoc no pateixen un perjudici especial en la mesura que adquiriren les accions amb un gran descompte. La  $q$  de Tobin mitjana del mercat colombià es molt baixa (0'72)<sup>102</sup>, la qual cosa suggereix que els minoritaris ja foren "compensats" amb un alt descompte en el moment de l'adquisició.

El futur del projecte estarà liderat per les firmes que ara estan en procés de creixement i expansió. La investigació empírica ha demostrat, d'aquesta manera, que les firmes més proclius o propenses a adoptar canvis de govern corporatiu tenen els atributs següents: (i) disposen de més oportunitats o projecte d'inversió; (ii) experimenten més necessitats de finançament extern; i (iii) posseeixen una taxa més elevada de concentració de propietat i un coeficient més baix de "disparitat de la propietat"<sup>103</sup>. A aquestes se'ls han de sumar aquelles que surten al mercat mitjançant una oferta pública inicial o realitzen una oferta successiva per a incrementar el *free float*. La raó es comprèn sense esforç. En tots aquests casos, l'increment de la valoració de l'empresa i la consegüent reducció del cost de capital que s'espera de l'assumpció de compromisos de bon govern –i, en el seu cas, de la seva senyalització efectiva mitjançant l'emigració al "segon esgló" del mercat– beneficia directament els *insiders*. Aquestes són, doncs, les firmes-objectiu, aquelles a les quals cal seduir per a què protagonitzin l'arrencada del projecte<sup>104</sup>. El temps i la competència s'encarregaran que la resta entri al solc.

---

<sup>102</sup> Hem fet el càlcul trobant la mitjana de les 33 empreses sobre la  $q$  de Tobin de les quals es disposa d'informació pública a la premsa financera: v. el diari *Portafolio* (26-VI-2003), p. 15.

<sup>103</sup> La correlació empírica entre aquestes variables i la qualitat del govern corporatiu ha estat contrastada per A. Durnev i EH Kim, "To Steal or Not to Steal: Firm Attributes, Legal Environment, and Valuation", cit. nota 49, pp. 6-7. La intuïció comuna ens indica, així doncs, que (i) un no comet una falta si té quelcom valuós a perdre (una bona oportunitat d'inversió); (ii) un no es banya a la font de la qual ha de beure (el finançament extern); i (iii) un no es danya a si mateix (concentració de propietat).

<sup>104</sup> L'experiència existent a la pròpia Colòmbia arran de l'aprovació de la Resolució 275 de *Supervalores* indica, de fet, que les reaccions de les empreses es bifurcaren en aquesta doble direcció de resistència i compromís a què he al·ludit en el text (ofereixen algunes dades i judicis en aquesta línia Jordan y Lubrano, "How Effective Are Capital Markets in Exerting Governance on Corporations in Emerging Markets", cit. nota 23, pp. 26-28).