



UNIVERSIDAD NACIONAL AUTÓNOMA DE MÉXICO
Programa de Posgrado en Economía
Facultad de Economía

Gobierno corporativo y desarrollo de los mercados de capitales
en América Latina: la iniciativa del Mercado Integrado
Latinoamericano (MILA)

TESIS

QUE PARA OPTAR POR EL GRADO DE:
Doctora en Economía

PRESENTA:
Georgina Núñez Reyes

DIRECTOR DE TESIS:
Dr. Ignacio Perrotini Hernández
División de Estudios de Posgrado Facultad de Economía

CIUDAD UNIVERSITARIA, CD. MX. marzo de 2017



Universidad Nacional
Autónoma de México

Dirección General de Bibliotecas de la UNAM

Biblioteca Central



UNAM – Dirección General de Bibliotecas
Tesis Digitales
Restricciones de uso

DERECHOS RESERVADOS ©
PROHIBIDA SU REPRODUCCIÓN TOTAL O PARCIAL

Todo el material contenido en esta tesis esta protegido por la Ley Federal del Derecho de Autor (LFDA) de los Estados Unidos Mexicanos (México).

El uso de imágenes, fragmentos de videos, y demás material que sea objeto de protección de los derechos de autor, será exclusivamente para fines educativos e informativos y deberá citar la fuente donde la obtuvo mencionando el autor o autores. Cualquier uso distinto como el lucro, reproducción, edición o modificación, será perseguido y sancionado por el respectivo titular de los Derechos de Autor.

INDICE

Gobierno corporativo y desarrollo de los mercados de capitales en América Latina: la iniciativa del Mercado Integrado Latinoamericano (MILA)	1
Introducción.....	6
Capítulo I. Definición de gobierno corporativo: distintas dimensiones de análisis.	14
Introducción.....	14
I.1. Evolución del concepto de gobierno corporativo. Una revisión general.....	16
I.2 Factores internos y externos que impactan la estructura del gobierno corporativo. Un enfoque de costos de agencia.....	23
I.3 La discusión sobre el marco legal y el institucional, que impone límites a la estructura del gobierno corporativo.....	31
I.4 Actores, tamaño y estructura de los gobiernos corporativos.....	34
a. El consejo de administración.	35
b. La selección de los consejeros (externos e internos).....	38
c. Los comités corporativos	38
I.5 Conclusiones	39
Capítulo II. Modelos, características y prácticas de gobierno corporativo. Su vínculo con la estrategia de administración, el régimen jurídico y los códigos de buenas prácticas.....	43
Introducción.....	43
II.1 Factores determinantes en el modelaje de gobiernos corporativos: el marco jurídico-regulatorio y la estrategia de negocio	47
a. El marco jurídico-regulatorio	47
b. La influencia de la estrategia empresarial en un gobierno corporativo eficiente	53
II.2 Estándares y códigos internacionales de gobierno corporativo. En busca de la estandarización. 56	
II.2.1 El escenario internacional.....	59
a. Modelos de gobiernos corporativos basados en el Derecho Común (Common Law): los casos de Estados Unidos y Reino Unido	60
b. El Modelo europeo-continental de gobierno corporativo: el caso de Alemania.....	64
c. El modelo japonés de gobierno corporativo basado en el concepto de holding.	67

d. El modelo de los países nórdicos	68
II. 3 Los modelos de gobierno corporativo en América Latina y la tradición civil del derecho romano. El Mercado Integrado de Latinoamericano (MILA) hacia un modelo de mercado (anglosajón).....	71
II. 4 Conclusiones	81
Capítulo III. El Gobierno Corporativo y los mercados de capitales.....	84
Introducción.....	84
III. 1. El Gobierno Corporativo y la integración financiera.....	87
a. Antecedentes	87
III.2 Desarrollo de los mercados de capitales y la integración financiera.....	93
a. Escenario internacional.....	95
III.3 Mercado de capitales de América Latina: financiamiento de las empresas (acciones y deuda), transparencia y manejo del riesgo en la integración financiera.....	101
a. Mercados de Renta Variable.....	102
b. Mercados de Renta Fija	106
III. 3.1 El factor contractual y el enforcement en el mercado de deuda	112
III.4 Actores relevantes en la difusión de estructuras de gobierno corporativo en el desarrollo de mercados de capitales: inversionistas institucionales, calificadoras de riesgo y la banca de inversión.	116
III.5 Conclusión.....	120
Capítulo IV. El gobierno corporativo: un determinante de la emisión de deuda de las empresas	122
Introducción.....	122
IV.1 – Antecedentes.....	123
IV.2 EL factor riesgo en las emisiones.....	126
IV.3 – Sobre la conformación de la base de datos.....	127
IV.4 – Descripción del mercado internacional de bonos	129
IV.5 Características de la base de datos.....	132
IV.6 – Un benchmark de gobierno corporativo	133
IV.6.1 – Un benchmark de gobierno corporativo específico para emisión de deuda internacional.	134
IV.6.2 – Un benchmark de gobierno corporativo general	140
IV.7 Principales drivers de las emisiones internacionales de bonos corporativos.....	142
IV.7.1 Metodología de estimación y características de la variable dependiente	142
IV.7.2 Modelo probit aplicado a datos de panel.....	143
IV.7.3 Descripción de variables	145

IV.7.4 Resultados del modelo	150
IV.9 Consideraciones finales	161
V. Conclusiones Generales.....	163
Anexo 1. Análisis comparativo entre estándares universales de gobierno corporativo y las propuestas contenidas en Sarbanes – Oxley, Dodd-Frank y Basilea III	174
Anexo 2. Regulaciones y Códigos de Buenas Prácticas de Gobiernos Corporativos de los países integrantes del MILA + Brasil	187
Anexo 3. Matriz de Correlación	190
Anexo 4. Estimaciones del modelo base.....	191
Anexo 5. Estimaciones del modelo con dummies de país	195
Anexo 6 Componentes gobierno corporativo.....	202
Bibliografía	203

Cuadros

Cuadro II.1 Principales características del gobierno corporativo	pag.71
Cuadro II.2 Principales características de los modelos de gobierno corporativo en países del MILA + Brasil	pág.80
Cuadro III.1 Niveles de spread por país (2015)	pág.99
Cuadro III.2 Calificación de crédito de los países miembros del MILA + Brasil (2015)	pág.101
Cuadro IV.1 Número de emisiones de deuda internacional de empresas de América Latina y el Caribe (2005 – 2015)	pág.130
Cuadro IV.2 Indicador de la evaluación de la normativa de gobierno corporativo para emisiones de deuda internacional	pág.136
Cuadro IV.3 Resultados del Indicador de gobiernos corporativos 2005 2015	pág 138
Cuadro IV.4 Indicador para evaluar la normativa de gobierno corporativo general	pág. 141
Cuadro IV.5 Resultados del Indicador de gobiernos corporativos de deuda corporativa 2005 – 2015	pág. 141
Cuadro IV.6 Estimación incluyendo todas las variables del modelo	pág.151
Cuadro IV.7 Estimación excluyendo la variable de apalancamiento Cuadrado (LLevR2)	pág. 153
Cuadro IV. 8 Estimación invirtiendo la variable dependiente	pág. 156
Cuadro IV. 9 Estimación con <i>dummies</i> de país	pág. 157
Cuadro IV.10 Estimación incluyendo todas las variables del modelo	pág. 159

Gráficos

Gráfico I.1 Efecto de los costos de agencia derivado de la estructura de
--

capital de la empresa sobre la estructura	pag.28
Gráfico III.1 Capitalización en el mercado de empresas que cotizan en bolsa como porcentaje del PIB	pág.91
Gráfico III.2 EMBIG de J.P. Morgan y el Índice de Volatilidad de CBOE	pág.97
Gráfico III.3 Spreads sobre EMBI Global (JPMorgan) y Latin America Composite	pág.100
Gráfico III.4 Número de empresas listadas en bolsas de América Latina	pág.104
Gráfico III.5 Capitalización de mercados accionarios de América Latina ...	pág.105
Gráfico III.6 Stock de emisiones internacionales corporativas	pág.110
Gráfico III.7 Stock de emisiones internacionales corporativas de América Latina	pág.110
Gráfico IV.1 Total de deuda internacional corporativa al final del trimestre	pág.124
Gráfico IV.2 Denominación de moneda de las emisiones de deuda internacional	pág.130
Gráfico IV.3 Distribución sectorial de las emisiones de deuda internacional	pág.131
Gráfico IV.4 Emisiones sector financiero y no financiero 2005 – 2015	pág.131
Gráfico IV.5 País de incorporación de la emisión en porcentaje del valor total ...	pág.132

Diagramas

Diagrama I.1 Modelo de balance (interno / externo) de una empresa.	
Estructura del Gobierno Corporativo	pág.38
Diagrama IV.2 Estructura de gobierno corporativo	pág.134

Introducción

La crisis financiera global de 2008 puso de manifiesto el impacto que una conducta riesgosa de las empresas, tomadas en conjunto, puede tener en el deterioro de la economía nacional o global. Ello provocó, a partir de la dramática quiebra de Lehman Brothers, seguida por la caída de otras empresas y bancos que poco antes parecían serias e invulnerables, una pérdida generalizada de confianza en la calidad de la administración y el funcionamiento de los gobiernos corporativos. Esta nueva percepción, unida al daño sufrido por muchas personas como consecuencia de las malas prácticas y, más en general, de los efectos de la recesión, provocaron como reacción una tendencia a introducir mejoras en la regulación financiera y en la capacidad de aplicar efectivamente la ley (*enforcement*) en muchas de las economías de la región.

La crisis reveló importantes fallas en el desempeño de las empresas, así como en el marco regulatorio y de supervisión (Barth, Caprio & Levine, 2012), especialmente en lo referente a la transparencia, la rendición de cuentas y la evaluación de los riesgos (Jickling, 2009). La combinación de una burbuja de crédito inflada por el acceso a dinero fácil, la aparición de nuevos instrumentos financieros complejos y las fallas en la regulación y supervisión, crearon un ambiente de toma de riesgo excesivo de parte de las empresas globales en el mundo, que ha sido posible observar por largo tiempo. Las consecuencias no las pagaron sólo esas empresas, sino que arrastraron a otras que se habían asociado a ellas y a muchos individuos que invirtieron en ellas. El efecto fue una fuerte contracción del crédito, una crisis de liquidez y de solvencia que llevó a algunas de las principales economías del mundo a una recesión profunda y prolongada.

En escenarios de crisis financiera y con denuncias acerca de deficiencias en los esquemas de gobiernos corporativos, se acrecienta la necesidad de transparentar y democratizar las actividades de los órganos decisorios de las empresas. El rol de ciertos actores en el mercado de capitales, entendido éste como un sistema integrado, incluye al conjunto de agentes e instituciones que intervienen en él; no solo a las empresas y los órganos reguladores, sino también las bolsas de valores, intermediarios financieros, inversionistas internos, externos e institucionales, incluso las agencias calificadoras de crédito.

El exceso de liquidez que siguió a la crisis financiera producto en parte a medidas adoptadas en las economías más avanzadas, tales como las bajas tasas de interés en Estados Unidos después de 2009, desató una reacción de los inversionistas, muchos de quienes se trasladaron

hacia los mercados emergentes de deuda, particularmente hacia América Latina que vivía una bonanza generada por los fundamentos económicos estables y apoyados por los altos precios de las materias primas, aunque con bajas tasas de ahorro e inversión. Y junto con el aumento de la inversión externa, aumentó también la preocupación sobre la capacidad de las empresas de gestionar adecuadamente los riesgos que generan los niveles de endeudamiento altos, especialmente cuando ellos se negocian en monedas extranjeras (IMF, 2015).

Las últimas dos décadas han estado caracterizadas por la proliferación de reformas a los mercados de capitales que buscan, además de atraer a los inversionistas, mejorar la transparencia, la revelación de información y la rendición de cuentas de parte de instituciones financieras y en general de las empresas no financieras en los países desarrollados y emergentes, incluidos algunos de América Latina. Es así que se insertan los cambios en las normativas y/o en los códigos de buenas prácticas de los gobiernos corporativos.

Si bien aún es pronto para una evaluación integral de los impactos de dichas reformas sobre el desempeño de las empresas, así como de las instituciones financieras, principales proveedoras de crédito a las empresas en América Latina, es posible contar con información relevante respecto a las decisiones de las empresas, en la toma de riesgos, el endeudamiento y el apalancamiento.

El tema de los gobiernos corporativos se ha instalado también en los ámbitos de la administración y del derecho, porque, de una parte, trata temas de organización y gestión de la empresa y, por otra, examina las relaciones entre principal – agente, principal – principal y principal / agente – acreedores e inversionistas, que son regidas por contratos, los cuales intentan cubrir la mayor cantidad de aspectos de dichas relaciones¹. Pero lo cierto es que, aunque más recientemente se examine también desde estas perspectivas, se trata de un tema de microeconomía, con impactos económico-financieros muy relevantes y son precisamente esos impactos los que provocan un interés más amplio desde otras disciplinas.

Esta tesis aborda los gobiernos corporativos desde un enfoque de teoría de la agencia, que define la relación principal-agente y la protección a los inversionistas y, desde la teoría de la firma, la concepción de la empresa como maximizadora de beneficios para sus accionistas,

¹ Cabe mencionar que el premio nobel de economía 2016 fue otorgado a Oliver Hart y a Bengt Holmstrom por sus contribuciones a las Teorías de los Contratos. Ya anteriormente en 2009 en medio de la crisis financiera el premio nobel de economía fue otorgado a Elinor Ostrom y Oliver E. Williamson por su teoría sobre el papel de las empresas en la resolución de conflictos y por el análisis de de las empresas como estructura de gobierno alternativo y sus límites.

basada en una asignación de recursos óptima, con impactos económicos. Estos enfoques buscan atenuar los efectos de las fallas de mercado proveniente de los conflictos de interés y las asimetrías de información en la dinámica corporativa y de mercado para un mejor acceso a fuentes variadas de financiamiento.

Esta tesis tiene como **objetivo principal** identificar aquellos aspectos del gobierno corporativo que, en el tiempo, pueden impactar el desarrollo e integración de los mercados de capitales de América Latina, especialmente de las economías más adelantadas (Brasil, Chile, Colombia, México y Perú) algunas de las cuales forman parte de la iniciativa de integración de bolsas de valores conocida como Mercado Integrado Latinoamericano (MILA).

Una definición clara del concepto de gobierno corporativo puede contribuir al desarrollo de los mercados de capitales en un ambiente de estabilidad financiera, disminuyendo la asimetría de información, mejorando la transparencia y la revelación de información pública proveniente de las empresas, permitiendo el manejo prudente del riesgo (apalancamiento y nivel de endeudamiento) y generando una disciplina de mercado. Las prácticas de gobierno corporativo engloban, entre otras cosas, las formas con que los proveedores de financiamiento a las empresas se aseguran de obtener un retorno de su inversión (Shleifer y Vishny, 1997).

El buen desempeño de los mercados de capitales tiene además posibles efectos en el desempeño económico agregado en mercados que forman parte de iniciativas de integración financiera como el MILA en su forma inicial de una integración de bolsas de valores.

Lo primero es reconocer que el tema de los gobiernos corporativos se circunscribe fundamentalmente a las grandes empresas que cotizan y están registradas en valores. Por tanto, para alcanzar el objetivo principal aquí planteado, se analiza la relación entre el contexto económico en el que operan dichas empresas, los marcos legales que rigen los gobiernos corporativos y la estrategia de la empresa, que incluye las acciones de sus órganos decisorios en temas con impactos que trascienden el ámbito corporativo, tales como: niveles de capitalización, la estructura de capital y los niveles de apalancamiento.

Se consideran el contexto en que surgen los tipos de modelos de gobierno corporativo que operan y se identifican los elementos que contribuyen al desarrollo de los mercados de capitales. Se agregan al análisis los factores de cultura empresarial (revelación de información, protección a inversionistas minoritarios, conflictos de agencia) en que se inserta y que

determina la relación principal-agente (elemento central del gobierno corporativo) y diversos actores como reguladores, grupos interesados (*stakeholders*) y otros agentes del mercado.

Para concretar este análisis en la realidad actual de América Latina, se pone especial atención a los impactos del comportamiento de la estructura de gobierno corporativo en la estrategia empresarial y en las decisiones de endeudamiento de las empresas².

Hipótesis general

Un gobierno corporativo eficiente, inserto en un marco legal amplio y en una estrategia empresarial, contribuye al desarrollo de los mercados de capitales, reduce las fallas de mercado y facilita el acceso a fuentes diversas de financiamiento.

Premisas

- Elevada concentración de la propiedad en pocos accionistas (familias) y el papel deficiente de los directorios dificultan aspectos clave del gobierno corporativo como la transparencia, la revelación o *disclosure* y la rendición de cuentas.
- Las empresas con estructuras sólidas (sistemas de control interno y control de riesgos) tienden a apalancarse de acuerdo a su real necesidad de financiamiento, situación que no pasa cuando hay intencionalidad o falta de rigidez en las evaluaciones de riesgo.
- La interacción de ciertos agentes del mercado (inversionistas institucionales, calificadoras de crédito y otros), repercute positivamente en la fiscalización, mejora la transparencia en las decisiones de las empresas y contribuye a la confianza de los mercados de capitales.

El primer capítulo de esta tesis está dedicado a una revisión de la evolución del concepto de gobierno corporativo y los principales retos que, a lo largo del tiempo, han obligado a la adaptación de distintos conceptos, tomando como marco de referencia la Teoría de Agencia, que aborda el desafío de la reducción de riesgos para los inversionistas y el aumento de la participación de los accionistas (mayoritarios y minoritarios) en las decisiones estratégicas de la

² El nivel de endeudamiento refleja en gran medida el tipo de estrategia de financiamiento de la empresa, así como su posición competitiva. Este punto es clave en el diseño de los marcos regulatorios en materia de gobierno corporativo, la institucionalidad y el diseño de políticas públicas dirigidas al desarrollo de los mercados de capitales, economías con mayor grado de protección legal presente en los mercados más desarrollados, utilizan más financiamiento externo a la firma y son menos vulnerables frente a shocks externos.

empresa. Esta teoría atiende además problemas como la asimetría de información que puede surgir en la empresa y que es clave en el proceso de toma de decisiones; así como los costos de agencia, entendidos estos como el binomio estructura de propiedad / capital, que afecta progresivamente el valor de mercado de la empresa en el tiempo.

En el segundo capítulo, se hará una revisión y análisis comparativo de distintos modelos y prácticas de gobierno corporativo y de su vínculo con las estrategias empresariales. Se identifican las estructuras de gobierno corporativo y la forma como estos son abordados por los distintos modelos basados en el derecho anglosajón o derecho común (*Common Law*), y otros modelos que son contrapuestos con el modelo aplicado en los países de América Latina (basado en el derecho romano o *Civil Law*). El análisis permite identificar fortalezas y debilidades en factores de cultura empresarial; y en el desempeño de los órganos decisorios de las empresas (consejo de administración, junta de accionistas), que contribuyen a mejorar la confianza de los distintos agentes en el mercado de capitales. A través del prisma de estos modelos se analizará el desempeño del gobierno de las empresas que forman parte del MILA.

Los cambios en los marcos legales de gobierno corporativo han contribuido en la protección de los intereses de los inversionistas, los cuales están dispuestos a pagar más por las acciones y los bonos de las empresas en que invierten. Esto, sin embargo, no ha resuelto el problema de la estructura de propiedad concentrada especialmente en grupos familiares o en el Estado. Ello limita el crecimiento de los mercados de capitales en la región y su principal consecuencia suele ser la menor diversificación del riesgo, lo que a la larga repercute en mayores costos de agencia. La poca diversificación y el control de más del 50% de la propiedad de la empresa (acciones con derecho a voto), en ocasiones, es un desincentivo para los inversionistas, lo que en definitiva conduce a las empresas a financiarse a través de deuda y no por aumentos de capital. Estos marcos también muestran debilidades y requieren mejoras en lo relativo a los derechos y protección de los accionistas minoritarios y la revelación de información.

Las recientes reformas financieras no han sido suficientes para evitar que algunas empresas presenten problemas de solvencia e incluso lleguen al *default*, producto en gran medida de esquemas deficientes de los sistemas de control interno. Esta situación pone en evidencia un problema que no resuelve la normativa ni tampoco es fácilmente medible, esto es la aplicación efectiva de la ley o *enforcement*. Se ha dicho muchas veces que los países de América Latina más que carecer de leyes, presentan una incapacidad y convicción para aplicarlas. Muchas de las prácticas de gobernanza han sido influidas por distintos estándares internacionales que

abordan los aspectos vulnerables de las empresas. La autoevaluación (códigos de buenas prácticas) también ha complementado el marco legal.

El fortalecimiento de los marcos regulatorios y de la institucionalidad delimitan los ámbitos de acción de los modelos de gobiernos corporativos. En este sentido, las políticas públicas complementan la normativa y repercuten positivamente en el mejor acceso al financiamiento para las empresas, lo que reduce el costo de capital y eleva la competitividad.

En el tercer capítulo se incluye una caracterización de los mercados de capitales globales con énfasis en los mercados de América Latina. Se identifica una parte de la capitalización del mercado de valores con la captura de mercado de algunas grandes empresas, la mayoría de los países del MILA y Brasil. Se observan ineficiencias importantes - altos costos de capital que reduce la competitividad de la empresa - impactando el comportamiento de los mercados bursátiles.³ Se examinan además las distintas estructuras de capital, acceso a los mercados de renta variable y especialmente el de renta fija, por su crecimiento acelerado desde la crisis, como formas de financiamiento y sus posibles impactos en el desarrollo de los mercados de capitales de la región.

Se analizan los efectos del entorno legal de las empresas sobre el tamaño y dinamismo de los mercados de capitales entre los distintos países, tomando como variables el número de firmas listadas por habitante, la capitalización bursátil de externos y las ofertas per cápita de nuevas emisiones. Se hace referencia a la existencia de indicadores para medir el grado de derechos que tienen los directores en el proceso de toma de decisiones de la empresa.

Entre esos derechos están los de adoptar decisiones sobre el tipo de financiamiento de la empresa. Definido por algunos autores en función de los títulos utilizados para financiar sus actividades, esto es la proporción entre las deudas (de corto, mediano y largo plazo) y el capital propio; o bien a través de correlaciones entre variables de la empresa que permitan medir su nivel de apalancamiento, endeudamiento y en definitiva los niveles de riesgo de la empresa. Muchas veces las decisiones se basan en percepciones que van más allá de la medición común de riesgo del negocio y que los modelos de gobierno corporativo que existen no captan adecuadamente. Por ello la tendencia debería apuntar hacia una menor concentración del control de las decisiones.

³ Si bien el valor de capitalización de las distintas bolsas de valores de la región, en general, ha aumentado en todos los países, el número de empresas que cotizan en bolsa ha sufrido una baja considerable.

La diversificación juega un papel clave, no sólo en cuanto a fuentes de financiamiento sino también a la calidad de los inversionistas, para el éxito de las estrategias de inversión especialmente de largo plazo. En este sentido, el papel de algunos agentes del mercado como los inversionistas institucionales (fondos de pensiones, aseguradoras, fideicomisos) adquiere mayor relevancia debido a su creciente y activa presencia en los directorios de las empresas.

A través de la evidencia empírica se intenta descubrir el tipo de relación existente entre los adecuados niveles corporativos y las decisiones de los consejos o directorios en temas relacionados con: el nivel de capitalización, la estructura de capital, niveles de endeudamiento y apalancamiento de la empresa; mediante el análisis de la relación entre gobierno corporativo y el aumento de las emisiones internacionales en los cuatro países del MILA más Brasil.

En el cuarto capítulo, se analiza la relación entre la normativa de gobierno corporativo y el desempeño financiero de la empresa, a través de las decisiones de emisión de deuda. Utilizando información estadística disponible sobre los mercados de emisiones internacionales de los países socios del MILA más Brasil, se pretende identificar el potencial de dichos mercados desde una óptica de gobierno corporativo. Observando el comportamiento de las variables de la empresa como: apalancamiento, solvencia, liquidez, etc. se pretende determinar la factibilidad de aplicar un *benchmark* para evaluar el desempeño de la normativa de gobierno corporativo y el acceso a fuentes diversas de financiamiento para una muestra de empresas seleccionadas de los países del MILA más Brasil durante el período 2005-2015.

Desde el punto de vista teórico, el análisis de la oferta de títulos de deuda corporativa, se hará mediante un sistema multivariable que muestre la interrelación entre una variable dependiente (dummy emisión de bonos) y como variables (independientes) de control a algunas razones financieras (liquidez, solvencia, apalancamiento) de empresas emisoras de bonos que muestren la calidad de la empresa (estructura de capital, costo de colocación, percepción de riesgo de la empresa, etc.).⁴ En este sentido, las características importantes de la empresa son capturadas por la información relevante para el inversionista y su disponibilidad en el momento de la emisión. Lo central del modelo es testear la relación entre la decisión de colocar un bono y la calidad de las prácticas de gobierno corporativo de la empresa. Se consideró la posibilidad que hubiese doble dirección entre la variable gobierno corporativo (independiente) y la variable dependiente (dummy emisión de bonos). Para lo cual, se invirtieron ambas variables. Por

⁴ Los criterios de calificación de riesgo de las emisiones corporativas por país son los utilizados por las calificadoras de riesgo, y evalúan la capacidad del emisor para cumplir con los pagos comprometidos a los inversores dentro de los términos y plazos preestablecidos.

último, el uso de un *benchmark* de gobierno corporativo que busca reducir las brechas de información entre inversionistas y emisores.

El riesgo empresarial determina en parte el riesgo financiero, que impacta en la estructura de capital de la empresa y juega un papel importante en la evolución de las economías. El hecho de que cada vez más sean las empresas privadas las principales emisoras en el exterior en distintas monedas, especialmente en países emergentes, hace que su análisis se constituya en un aspecto central del desarrollo de los mercados de capitales.

Acompañan a este análisis la revisión de cambios de los marcos legales de gobierno corporativo en países socios del MILA que buscan, entre otras cosas, incentivar a las empresas a integrarse a dicho mercado con un potencial que va más allá de una mera iniciativa de integración de bolsas de valores.

Un apartado final de conclusiones sostiene que la contribución de esta propuesta metodológica a la discusión interna sobre el papel del gobierno corporativo en el desarrollo de los mercados de capitales, es poder acotar los riesgos y, por tanto, mejorar los mecanismos internos de aplicación efectiva de la ley (*enforcement*); así como las operaciones externas de las principales empresas emisoras de deuda internacional de América Latina, con especial énfasis en aquellas que participan en la iniciativa del MILA más Brasil.

Un gobierno corporativo eficiente mejora la transparencia, la revelación, la equidad entre los socios y la rendición de cuentas (*accountability*). Aunque un adecuado gobierno corporativo ha demostrado ser una condición necesaria, pero no suficiente, para el éxito de las emisiones de títulos de deuda, si contribuye a aumentar la legitimidad del papel social de la empresa, al generar una correlación positiva entre rendimiento y desarrollo, y a reducir los costos de capital. Si la empresa (mediana y grande) opera responsablemente y derivado de ello puede asegurar capital (doméstico e internacional) de bajo costo, suficiente para el desarrollo de sus actividades, esto redundará en un mayor valor de mercado de la firma y de su cadena de valor y en definitiva será en beneficio de la sociedad en su conjunto.

Capítulo I. Definición de gobierno corporativo: distintas dimensiones de análisis.

Introducción

Este primer capítulo está dedicado a la evolución del concepto de gobierno corporativo a lo largo de las últimas décadas, a través de las distintas teorías que incorporan elementos que van ampliando su ámbito de acción.⁵ Las primeras concepciones consideraron principalmente la relación entre los actores al interior de la empresa, la estructura de propiedad y control y las reglas de funcionamiento o administración, conducentes a una mayor eficiencia. Posteriormente se produce también la incorporación de los intereses considerados externos (inversionistas), a veces contrastantes con los de los actores internos (propietarios y administradores); así como los principales retos que las corporaciones han tenido que enfrentar en el tiempo cuando interactúan en los mercados financieros.

El enfoque predominante en la definición de un gobierno corporativo es la teoría de la agencia (Jensen y Meckling 1976), que aborda el desafío de la reducción de los riesgos para los inversionistas y el aumento de la participación de los accionistas (mayoritarios y minoritarios) en las decisiones estratégicas de la empresa. Esta teoría pone especial énfasis en el tema de los contratos que rigen la relación principal - agente, pero además atiende problemas tales como i) la asimetría de información de oferentes y demandantes, elemento clave en el proceso de toma de decisiones; ii) los costos de agencia (costo de formalización, costos de supervisión, costos de garantía y pérdida residual) que afectan progresivamente los gastos de la empresa a lo largo del tiempo; y iii) la estructura de propiedad.

Si bien la teoría de la agencia se circunscribe a la esfera de la empresa, analizando las relaciones contractuales, los costos que ellas conllevan y su efecto en la estructura de propiedad y en el control, también analiza el problema del riesgo compartido y la relación entre el principal y el agente. La importancia de estos temas estriba en que, junto con el problema de la asimetría de información, es clave la incorporación al análisis de la dimensión de los mercados de capitales. En efecto, al dimensionar los costos también es esencial ver de qué

⁵ Hay un cierto consenso sobre la denominación de gobierno corporativo que es posible constatar en el tiempo. Sin embargo, también se le ha denominado gobernabilidad o gobernanza de las empresas, aludiendo a la traducción del inglés de "governance". Existe una intención explícita de no llamarla gobierno, circunscribiendo el concepto solo al ámbito de los órganos políticos públicos.

manera el mayor o menor acceso al crédito financiero puede afectar la viabilidad de la empresa. Lo que parecería a primera vista un aspecto “externo” a la empresa, se convierte en un factor esencial para la relación contractual entre principal y agente.

La evolución del concepto de gobierno corporativo también ha debido adaptarse al desarrollo de las distintas estructuras económico-financieras predominantes en los países en distintos momentos del tiempo. De este modo, la evolución y mayor complejidad del concepto ha acompañado a la de los mercados financieros internacionales.⁶ El rol de los mercados financieros como proveedores de financiamiento a la inversión (especialmente doméstica) ha evolucionado en paralelo.

Un contexto de aumento de los procesos de integración financiera, con miras a la profundización de los mercados de capitales y la mejora de las condiciones de acceso de los agentes a fuentes de financiamiento, incluye esquemas de gobierno corporativo amplios que acompañan en paralelo dichos procesos, transparentando y dando una mayor garantía a los inversionistas. Un desempeño eficiente y transparente de los procesos decisorios de las empresas, actores clave del mercado, además de ceñirse a un marco jurídico vigente, contribuye positivamente al funcionamiento eficiente de los mercados de capitales.

En este punto, la dimensión pública pasa a ser un aspecto central en la evolución de los esquemas de gobierno corporativo. La relación empresa-gobierno supone la intervención estatal en dos sentidos; uno, como promotor de la participación de nuevos agentes en los mercados de capitales; y dos, como generador de marcos jurídicos que garanticen el funcionamiento eficiente de los mercados. Los gobiernos proporcionan un entorno propicio para el desarrollo de los negocios y juegan un papel importante en la planificación corporativa estratégica (Galbraith, 1967).

Este capítulo está dividido en 4 secciones. En la primera sección se analiza la evolución del concepto de gobierno corporativo desde un ámbito de la propiedad y el control y de la administración de las compañías, el interés por “el poder y el control” por parte de los actores involucrados (accionistas – directores/consejeros – inversionistas – ejecutivos). El ámbito contractual que pone el acento en la separación entre capital y control y entre principal y agente, limitando la acción de los actores, el conflicto de interés y los consecuentes costos de agencia.

⁶ Pese a las crisis de los últimos 20 años, los movimientos internacionales de capital han ido en aumento, producto en gran medida de la globalización.

En la segunda sección se identifican los factores internos y externos que afectan la estructura de gobierno de la empresa según la Teoría de Agencia. Ella identifica los costos de agencia y los relaciona con la propiedad y el control (utilizados para determinar el valor de la firma), con la incorporación de grupos vinculados (*stakeholders*) a la empresa y la asimetría de información como clave en la relación principal – agente. Desde la definición de “Tecnoestructura”, propuesta por Galbraith⁷ se analizan las dinámicas interna y externa que afectan la propiedad y el control, y que más allá de la relación de un solo individuo con la empresa, se refieren a un conjunto de individuos que forman una especie de “guía inteligente del negocio”.

La tercera sección se concentra en el análisis de la estructura de gobierno corporativo a través de la presentación de modelos (de balance de la compañía) y los elementos que limitan dichos modelos desde el marco legal e institucional.

Por último, una sección de conclusiones que recoge los principales aspectos que definen el concepto de gobierno corporativo, los elementos de la estructura de la toma de decisiones de la empresa; su efecto sobre el desarrollo de los negocios y de los mercados de capitales, y el poder de los controles internos como parte de la estrategia, que se inicia con la participación accionaria.

I.1. Evolución del concepto de gobierno corporativo. Una revisión general

El estudio del gobierno corporativo se circunscribe al ámbito de las grandes empresas. Éste se refiere al sistema gerencial seleccionado y utilizado por los accionistas. Dentro de él se incluyen las reglas y procedimientos para la toma de decisiones en los temas corporativos; la estructura a través de la cual se fijan los objetivos de la compañía; los medios para lograr esos objetivos; y los mecanismos de control de la propiedad y de la rentabilidad. Aunque no existe una sola definición de gobierno corporativo, la mayor parte de ellas coinciden en afirmar que la dirección de una empresa define los parámetros de su funcionamiento. Así mismo contribuyen a reducir posibles conflictos de interés entre principal-agente, principal-principal (mayoritarios vs. minoritarios) y principal / agente - acreedores.

⁷ Este es un concepto que introduce John K. Galbraith (1967) al lenguaje organizacional durante los años sesenta, e incluye al conjunto de individuos que, aunque están fuera de la línea de mando de la empresa, algunas veces tienen, en conjunto, más poder que la alta dirección. Galbraith incluye además a una contraparte proveniente del ámbito gubernamental, así como un nivel de staff de apoyo desde afuera a la organización, sin injerencia directa en la actividad principal de la empresa.

La estructura del gobierno corporativo, que varía en las distintas economías según el tamaño de las empresas, la estructura de propiedad, la realidad de cada país y hasta las formas habituales de organización social; está dirigida principalmente a asegurar el uso eficiente del capital de la empresa en toda circunstancia⁸. En este sentido, Zingales (1998) define los sistemas de gobierno corporativo como un conjunto de restricciones complejas que dan forma a la negociación ex post sobre las cuasi rentas generadas por la empresa.

Pero en la teoría más moderna la forma en que una empresa se organiza no sólo depende de distintos factores exógenos, sino que refleja también los intereses, desiguales y a veces contrapuestos, de actores que ocupan distintas posiciones en la propiedad y en la administración de la empresa. Los intereses de los accionistas no son los mismos que los de los miembros de los consejos o directorios, o de aquellos de los ejecutivos; y tampoco es igual a la distribución de riesgos entre propietarios y administradores (Baysinger y Hoskisson, 1990). Incluso en las empresas más grandes los intereses de accionistas mayoritarios y minoritarios pueden ser muy diferentes; y en esta contraposición de intereses también está involucrado el interés público del gobierno, cuando las decisiones empresariales afectan de manera sustantiva a la economía en general.

Por ello, las definiciones de gobernanza, especialmente las de gobiernos corporativos, han variado en el tiempo. La gama de aspectos incorporados en ellas se ha ampliado, respondiendo así a los cambios de la economía global, así como al entorno legal e institucional en el que se desarrolla el concepto. El diseño de políticas públicas, aunque con un cierto rezago, ha intentado evolucionar, con mayor o menor éxito, hacia la misma dirección de dichos cambios.

Desde "La Naturaleza de la Firma", Coase (1937) consideró a la empresa como un mecanismo que complementa la función de los mercados (asignación de recursos y acumulación de capital). También la definición del gobierno corporativo incluye una explicación de las fronteras entre empresas y mercados (Salas, 2002). Por ello Coase (1937) define el gobierno corporativo como un conjunto de contratos entre el principal (los accionistas o sus representantes) y los agentes (ejecutivos), definición que conduce a la teoría contractual que sirvió de marco de discusión, durante la década de los setenta, al problema de la asimetría de información y la separación entre la propiedad y el control de las firmas. (Hart, 1995)

⁸ Para Salas (2002), eficiencia significa crear riqueza neta. Se refiere a una eficiencia estática, relacionada con el uso correcto de los recursos existentes, y eficiencia dinámica referida a la acumulación creciente de recursos cada vez más productivos.

Las contribuciones de la literatura a la definición de gobierno corporativo incluyen puntos de vista diversos. Ya los primeros autores que se refirieron al gobierno corporativo, desde Adam Smith (1776) quien ya hace una separación entre la propiedad y la administración, origen del conflicto de intereses; y posteriormente Coase (1937) y Berle y Means (1932), quienes desarrollan la teoría positiva de la agencia y centran su análisis empírico en las grandes empresas y la distribución del capital en muchos accionistas con poca participación que les impedía tener el control. Estos autores enfatizaron las diferencias entre los intereses de los accionistas y la de los directivos,⁹ y entre el desarrollo de los contratos por comportamiento y por resultados y los sistemas de información a través de los cuales se recoge la información sobre el comportamiento de las empresas. A través de las relaciones contractuales, las fuerzas del mercado terminan afectando a las compañías (Barney y Ouchi, 1986), tema que se ha mantenido plenamente vigente en el análisis de la eficiencia de los mercados financieros. Más adelante se profundizará sobre este aspecto.

Sin embargo, la “teoría de la firma” más tradicional ha sido asociada a una “caja vacía”, debido a que su estudio se restringe al análisis de la marginalidad y maximización de beneficios, sin incorporar los aspectos de conflictos de interés y objetivos de los participantes (Jensen y Meckling, 1976); pero especialmente porque no permite distinguir entre distintas clases y tamaños de empresas, distinción crucial para entender el funcionamiento de los gobiernos corporativos.¹⁰

La separación entre la propiedad y el control de la compañía da origen a la “*Teoría de la Agencia*”. Algunos autores ya habían resaltado las diferencias entre los intereses de los accionistas y de los directores. Posteriormente, la separación entre la propiedad y el control será profundizada por Jensen y Meckling (1976). No se refiere solo a la diferencia de roles del principal y el agente, sino también a objetivos distintos: los accionistas van en busca fundamentalmente de beneficios, mientras que los directores / gerentes van en busca del poder y el control, para tratar de imponer a la empresa sus propios objetivos.

Dentro de la teoría de agencia se identifican dos corrientes, con características comunes: la teoría positiva de agencia y la teoría principal-agente. Ambas comparten la relación contractual

⁹ Berle y Means (1932), en su análisis acerca de la estructura de propiedad de las 200 mayores empresas estadounidenses pusieron de manifiesto que el 44% de las mismas estaban controladas por la dirección lo que determinó el problema de gobierno a abordar en posteriores investigaciones.

¹⁰ En empresas de menor tamaño es casi inexistente un esquema de gobierno corporativo como el concebido por la teoría de la agencia y cuyo objetivo es atender los conflictos entre principal y agente y la separación entre la propiedad y el control de la empresa.

entre las partes, lo que busca disminuir los costos de agencia. La primera es la que pone el acento en la separación entre capital y control, cuyos intereses define como antagónicos. La segunda también se funda en la diferencia entre accionista o principal y ejecutivo o agente, pero busca definirla a través del tipo de contrato que va a regirla, bajo criterios de comportamiento o de resultado, sin descartar una coincidencia entre los propósitos de ambos.

Esta teoría ha sido ampliamente estudiada por distintos autores, aunque desde perspectivas distintas, algunos enfatizando la figura del principal, propietarios del capital o accionistas; y otros concentrándose más en la figura del gerente como equilibrador de los intereses de los accionistas y de los grupos interesados o (*stakeholders*), como lo plantea la Teoría Gerencial¹¹. (Soderquist, 1977)

John y Senbet (1998) agregan a la definición de gobierno corporativo la dimensión de los grupos relacionados "... el gobierno corporativo es un medio por el cual varios *stakeholders*, externos al control de la empresa, ejercitan los derechos establecidos por el entorno legal existente, así como por los estatutos sociales".

Jensen y Meckling (1976) coinciden con Clarkson (1995) en cuanto que las relaciones de agencia (principal-agente) se rigen a través de contratos, en los que el agente se compromete a acciones que beneficien al principal, y van más allá incluyendo los contratos entre directivos y otros grupos relacionados con alguna relación con la empresa vía inversiones o capital humano. Por lo tanto, la relación entre el principal y el agente se define en un contrato donde se plasman los compromisos del agente para con el principal, delegándole este último autoridad al agente.¹²

En la misma línea de contratos, Grossman y Hart 1986, agregan al concepto de gobierno corporativo la definición de empresa, la cual definen como "una colección de activos físicos bajo un contrato de propiedad común". Por lo tanto, el gobierno corporativo se refiere al conjunto de contratos y a los incentivos que concede el régimen de propiedad. Cuando existen

¹¹Soderquist en su comentario al libro de Eisenberg (1976) critica el poder que este autor asigna a la escuela de pensamiento "gerencial", basada en la idea de que solo la administración (o gerencia) puede equilibrar entre los intereses de los accionistas, preocupados por las ganancias y los del "clientes-grupo" interesados solo en ellos mismos. Eisenberg considera que este grupo no debe ser ignorado por los accionistas. Un estudio realizado en 1977 por la revista Harvard Business Review, indicaba que los ejecutivos ponían a los clientes en el primer lugar de su lista de los grupos ante los cuales las corporaciones son responsables; en un segundo lugar distante se encontraban los accionistas.

¹² En este punto, la teoría de la agencia lo que hace es determinar el tipo de contrato que es conveniente y eficiente y si otorga un marco a la relación principal - agente y delimita el comportamiento del agente.

muchos dueños de los mismos activos, ningún incentivo es suficiente para invertir en una administración común. Por ello, la empresa debe ser administrada por representantes comunes de los dueños, es decir por los agentes (ejecutivos).

Hart (1995) va más allá del contrato, y plantea que el gobierno corporativo es el mecanismo adecuado para las decisiones que no fueron especificadas en el contrato original (tales como el uso de los activos de la empresa, entre otros) y contribuye además en el diseño de los controles dirigidos a la administración.

A partir de una definición general amplia, la Teoría de Agencia aborda la transferencia de riqueza entre el principal y el agente en el caso de delegar poderes y autoridad. Esa transferencia se basa, a su vez, en la construcción de un modelo de costo de agencia, mediante el cual el principal (accionista) asume determinados costos (de monitoreo del agente, incentivos a agentes, por pérdida residual, o por quiebra y la reorganización de la firma entre otros) esperando, como contrapartida, ser beneficiario de las decisiones de los agentes. Para algunos autores la estructura de gobierno corporativo contribuye a la generación de incentivos y mecanismos de control cuyo objetivo principal será minimizar los costos de agencia y evitar así ineficiencias en el accionar de las empresas. Lefort (2003) alude a la existencia de los mecanismos de control interno (la junta de accionistas, directorio e incentivos para los ejecutivos) y externos (regulaciones y el mercado) de la empresa que define el campo de interacción de los gobiernos corporativos.

Cambiar la naturaleza de la empresa, no administrada por el principal sino por el agente, da lugar a nuevos problemas que es preciso resolver. Un número importante de los problemas denominados de agencia se producen por la escasa o insuficiente información de que disponen algunos de los principales de las empresas, y que puede ser producida por la comunicación poco eficiente entre los propietarios y los agentes.

En la relación entre el principal y el agente, el suministro de información se identifica como uno de los factores clave para la buena relación entre ambos. La mayoría de las veces esta información es asimétrica (Arrow, 1991); se parte de la base de que la información se esconde (*ex ante*) y de que a partir de ello hay acciones posteriores, igualmente ocultas (*ex post*), realizadas por alguna de las partes para maximizar su utilidad en detrimento de la otra parte, lo que se traduce en aumento de costos de agencia. La asimetría de información hace que el principal no pueda verificar el comportamiento del agente; y contribuye a que las visiones del

principal y el agente no coincidan en sus enfoques de ciertos temas fundamentales, especialmente la apreciación del riesgo.

Shleifer y Vishny (1997) adoptan una perspectiva distinta y más circunscrita, definiendo los gobiernos corporativos como “los medios mediante los cuales aquellos que prestan dinero a las empresas buscan asegurar el retorno de la inversión”. En igual sentido, Mayer (1996) relaciona al gobierno corporativo con la forma de dirigir los intereses de inversionistas y directivos de la empresa hacia un mismo propósito, asegurando el beneficio del inversionista.

Hasta aquí parece claro que la Teoría de Agencia ha evolucionado desde la identificación de actores esenciales, aunque posiblemente contrapuestos, al tema más general del gobierno de la empresa. A partir de ello, al progresar en la relación principal – agente, ella se centra en la perspectiva del gobierno corporativo como un mediador de intereses en beneficio de ambos actores.

Con el tiempo, otros autores han ampliado la definición de los objetivos del gobierno corporativo a la defensa del derecho de propiedad de aquellos que no son ni administradores ni controladores. Se trata de un grupo que incluye a los accionistas minoritarios, que han captado crecientemente la atención de los mercados, gobiernos y organismos internacionales en los últimos años (OCDE 2011), que se ha traducido en una mayor protección hacia ellos en las normativas que rigen los gobiernos corporativos. La repartición del capital en un número importante de accionistas favorece la propiedad dispersa, condición fundamental de un gobierno corporativo eficiente, pero también se convierte en un factor que imposibilita el control de la compañía, lo que deja a los accionistas (particularmente a los minoritarios) a merced de las decisiones de los directivos, gerentes o ejecutivos.¹³

La OECD (1999) ha recogido la experiencia de varios países en una definición de gobierno corporativo, que lo percibe como los medios internos por los cuales las corporaciones son operadas y controladas, especificando la distribución de derechos y responsabilidades entre los diferentes participantes en la empresa, esto es el consejo de administración, la gerencia, los accionistas y otros grupos de interés. En la línea de la administración más que del control, ha diseñado una serie de Principios de Gobierno Corporativo, enfocado en los deberes de la compañía de:

¹³ Algunos indicadores orientados a la medición del desempeño de los gobiernos corporativos hacen especial énfasis en la importancia de incluir el mayor número de accionistas en las decisiones clave de las empresas como, por ejemplo, las decisiones sobre fusiones y adquisiciones. Una forma es a través del quorum y otra es a través de la reducción en el porcentaje de propiedad de los accionistas que participan en las votaciones en las Asambleas.

- Proteger los derechos de los accionistas.
- Asegurar un trato equitativo a todos los accionistas (incluyendo minoritarios y extranjeros).
- Dar oportunidad a los accionistas de obtener una efectiva reparación de los daños por la violación de sus derechos.
- Reconocer los derechos de terceras partes interesadas (*stakeholders*) y promover una cooperación activa entre ellas y las sociedades en la creación de riqueza y generación de empleos.
- Asegurar que haya transparencia y una revelación adecuada y a tiempo de todos los asuntos relevantes de la empresa, incluyendo la situación financiera, su desempeño, la tenencia accionaria y su administración.
- Asegurar la guía estratégica de la compañía, el monitoreo efectivo del equipo de dirección por el consejo de administración y las responsabilidades de dicho consejo con sus accionistas.

Sin perjuicio de que un análisis sobre los modelos de gobierno corporativo será tratado en el próximo capítulo de manera extensa, una forma de ampliar la descripción de la evolución del concepto de gobierno corporativo, es haciendo referencia al tipo de modelo vigente en los países e implementado por las empresas, determinado en gran medida por el régimen jurídico vigente en cada país (derecho común o derecho civil). Es importante explicitar que no todos los gobiernos corporativos son similares, sino que pueden ser definidos de formas variadas.

Para De Paula y Stanley (2005) la diferencia entre esas distintas definiciones estará determinada por el modelo de gobierno corporativo que adopte cada empresa¹⁴. Estos modelos definen las estrategias y las prácticas de administración adoptadas por una empresa, que impactan las distintas instancias de relación de la misma. Se trata de un sistema de leyes, reglas y factores que controlan las operaciones en la compañía (Gillan y Starks, 1998).¹⁵ La

¹⁴ Gedajovic y Shapiro (1998) señalan que existen básicamente dos modelos de gobierno corporativo. 1) El modelo asociado con Estados Unidos y con el Reino Unido, que muestra a accionistas relativamente pasivos y un consejo de administración no siempre independiente de la dirección de la empresa, por lo tanto, sin mucho control de la dirección; y un mercado de control corporativo muy activo. 2) El modelo asociado con Europa Continental y con el modelo japonés, con accionistas y grupos interesados activos (principal accionista los bancos); un consejo de administración independiente de la dirección, lo cual permite tener un control eficiente de las actividades internas; y un mercado de control corporativo limitado. Según estos autores, hay poca evidencia empírica en relación al efecto de las diferencias nacionales del gobierno corporativo en la administración de las empresas.

¹⁵ En los últimos años, algunos modelos de gobiernos corporativos han evolucionado hacia una mayor participación e involucramiento de grupos relacionados en la toma de decisiones de la empresa; tal es el caso de los países nórdicos.

inclusión de estos temas plantea importantes desafíos al funcionamiento de los mercados de capitales.

Una síntesis adecuada de todo lo dicho podría encontrarse en Andrade y Rossetti (2006), cuando plantean cuatro criterios fundamentales inspiradores de una definición de gobierno corporativo que, a mi juicio, recoge la trayectoria que ha seguido el concepto a lo largo de los años. Estos distintos criterios se refieren al gobierno corporativo como: a) un sistema de relación que incorpora la dirección de la empresa – consejo de administración – accionistas - grupos relacionados; b) un guardián de derechos de los accionistas; c) una estructura de poder que se refiere a los mecanismos de dirección y control; y d) un sistema normativo. Es la combinación de estos cuatro niveles lo que inspira el diseño de los distintos modelos de gobierno corporativo y los marcos legales vigentes en los países. Ambos temas – modelos y marcos legales- serán tratados en extenso en el siguiente capítulo de esta tesis.

I.2 Factores internos y externos que impactan la estructura del gobierno corporativo. Un enfoque de costos de agencia

Detrás de la relación entre los factores internos y externos de la empresa se encuentra la estructura de propiedad. A este respecto De Paula y Stanley (2005) plantean que los tres aspectos más relevantes a discutir en materia de estructura de propiedad son: a) el tipo predominante de control accionario (disperso o concentrado); b) la separación y superposición de propiedad y administración, que incluye la existencia de distintas clases de acciones, pirámides y participación accionaria cruzada; y c) el papel de los accionistas institucionales.

Como ya se ha señalado, el análisis más general y completo de los gobiernos corporativos dado por la Teoría de Agencia, considera a los factores externos (los mercados, la regulación y la sociedad) y aquellos propios del funcionamiento interno de la empresa (directorío y junta de accionistas), que impactan la dinámica del proceso de gobernanza y conllevan al diseño de mecanismos de control y supervisión de la administración de la empresa. Dicha teoría enfatiza las “relaciones entre participantes de sistemas en los cuales la propiedad y el control de capital de una firma está en manos de individuos diversos, lo que puede llevar a conflictos, y puntos de vista e intereses distintos entre las partes relacionadas”.¹⁶

¹⁶ Bajo este enfoque, Jensen y Meckling (1976) consideran que una dimensión poco tratada es la relativa a la cantidad de propiedad reclamada por los gerentes (denominados internos) y por los inversionistas con un papel no directo en la administración de la empresa (denominados externos).

Analizando el comportamiento de los directorios de grandes empresas, Baysinger y Hoskisson (1990) introducen el tema de control al concepto de gobierno corporativo, definiéndolo como la integración de controles internos y externos, mediante la acción de los directorios, que es un instrumento “potencialmente importante” de la estrategia de control; esa integración puede ser el elemento que “armoniza el conflicto de intereses accionistas-administradores (agencia) resultante de la separación entre la propiedad y el control”. Otros autores también enfatizan, como objetivo del gobierno corporativo, este diseño de controles y contribuyen con algunas comparaciones sobre el comportamiento directivo distinto cuando ellos se hayan presentes. (Hart, 1995).

Baysinger y Hoskisson (1990) añade al análisis una perspectiva de riesgos que surgen, en gran medida, de la interacción entre los niveles internos y externos e impactan la relación entre la composición del directorio y la asignación de riesgos que compete a propietarios y administradores.¹⁷

En otra perspectiva, Eisenhardt (1989) al evaluar y revisar la Teoría de la Agencia y su contribución a la teoría de la organización, concluye que: a) el aporte único que la Teoría de la Agencia ofrece en torno a los sistemas de información, es la incertidumbre sobre los resultados, los incentivos y el riesgo y b) el hecho de que es una perspectiva empíricamente válida, particularmente cuando se combina con una perspectiva complementaria. En otros términos, una ventaja de la teoría es que describe un tipo de organización que coincide con la realidad: la separación entre principal y agente es predominante en cualquier empresa (salvo en aquellas más pequeñas); y permite verificar empíricamente los problemas de su funcionamiento. Ello permite además determinar las distintas alternativas de gobierno de una organización, según los criterios imperantes en cada sociedad.

Siguiendo con la relación entre la dinámica interna y la dinámica externa de una empresa, cómo estructurar y compatibilizar ambas dimensiones John Kenneth Galbraith (1973), en El Nuevo Estado Industrial, la presenta como un proceso un tanto más complejo y hace un aporte interesante a la discusión. Galbraith no sólo hace referencia a los hallazgos sobre la separación de la propiedad y el control de la corporación, sino que también argumenta que la modificación del control tiene grandes implicaciones para las motivaciones de la gerencia (agentes) y para

¹⁷ Según Lefort (2003), asumir riesgos es necesario porque cuando los activos estratégicos son desplegados, no se sabe si la diferencia entre los flujos de efectivo y los costos de producción y distribución obligatorios será positiva, negativa o igual a cero. (riesgo residual que en el modelo de derechos de propiedad es el accionista el que tiene el riesgo residual y por lo tanto la ganancia residual).

los objetivos generales de la corporación. Frente a la pregunta, ya antes planteada por Thorstein Veblen, fundador de la corriente de pensamiento institucionalista tradicional¹⁸, acerca de quiénes controlan las grandes corporaciones, Galbraith responde, de manera amplia que no es un individuo sino un grupo de científicos, ingenieros, técnicos en ventas, publicidad, marketing y relaciones públicas, expertos, lobistas, abogados y coordinadores, gerentes y ejecutivos, todos los cuales se convierten en la “guía inteligente del negocio” y dominan lo que llama la “tecnoestructura”.

El concepto de tecnoestructura se liga estrechamente, en el análisis de Galbraith, a la Teoría de Agencia y a la separación, ya señalada en esa teoría, entre el propietario o principal y el administrador o agente que, en Galbraith es algo más complejo, una “tecnoestructura”. El concepto surge de la constatación de que el accionista es completamente incapaz de controlar la gran empresa (debido a la dispersión de la propiedad) y hace referencia al poder que tienen los ejecutivos para controlar y reorganizar los sistemas de control, coordinación y comunicación de la compañía. Los gerentes, como integrantes de la tecnoestructura, son una parte esencial del proceso de toma de decisiones de la compañía que “moldean y sustituyen el poder del mercado” (Ciscel, 1983).

Según Galbraith, esta estructura tiene una dinámica tal, que los individuos que en ella participan se ocupan preferentemente de obtener, elaborar, intercambiar y contrastar información, elemento al que le asigna una alta prioridad. Ocupa un papel importante en el proceso de transmisión de esa información, el cual, generalmente, se realiza a través de Comités o Juntas. Cada uno de ellos cuenta con personas conocedoras de los temas, que interviene cada tanto para influir en alguna decisión de la empresa, particularmente la grande. Los Comités manejan información específica y funcionan coordinadamente con otros Comités, a través de la transmisión de la información que puede ser de utilidad para otras decisiones; los Comités involucrados pueden tener distinto nivel dentro del proceso de decisiones, ya que éste

¹⁸ Veblen, en su análisis del New Institutional Economics (1899) sostiene que el principal mecanismo para asignar los recursos no es el mercado sino las instituciones. Son las instituciones la que regulan el comportamiento de los mercados restringiendo las acciones de los individuos. Su principal contribución radica en la incorporación de las instituciones al análisis económico y su tratamiento en términos evolutivos e históricos, lo que posteriormente, fue retomado por Schumpeter para desarrollar la llamada corriente del "evolucionismo económico", que considera los cambios institucionales y tecnológicos como los motores de dicha evolución, afectada permanentemente por las innovaciones. Para Veblen y posteriormente para Hamilton (1919), Wesley John y Mitchel Commons (1924), Williamson (2000), y para otros institucionalistas, las instituciones son más que simple restricción sobre las acciones de los individuos, sino que expresaban formas de actuar y de pensar aceptadas en general. Es en este marco que Veblen desarrolla su análisis de normas de consumo, finanzas corporativas relacionadas a la propiedad y el control de las firmas, estrategias de negocios y financieras enfocadas a la generación de ganancias, el surgimiento de una clase gerencial especializada y algunos otros temas.

no se corresponde con las jerarquías dentro de la empresa. En este sentido, Galbraith plantea que las decisiones en la empresa moderna, “no son producto del individuo sino de grupos”, constituidos por aquellos que levantan la información, otros que la resumen y contrastan con otros para generar conclusiones.¹⁹

Galbraith también argumenta que frecuentemente en la tecnoestructura la “gerencia” sustituye a los accionistas (directorío) en la toma de decisiones finales de las grandes compañías. No sucede lo mismo cuando en la totalidad de la tecnoestructura se incluye el papel de los gobiernos de los países. Este sector no está interesado en maximizar las ganancias ni tampoco en la tasa de crecimiento de la empresa. El interés de los “tecnócratas públicos” y científicos es que los propósitos corporativos sean idénticos al interés público. Tales propósitos, junto con el desempeño del sistema de planificación, deben estar bajo el alero de la tecnoestructura, entendida ésta como la incorporación del ámbito público y del privado.

Para Galbraith los gobiernos nacionales tienen un rol importante en la planificación estratégica de la empresa, ya que pueden generar un entorno más o menos propicio para el desarrollo de los negocios. Pero hay que hacer una prevención en esto: la burocracia pública también da origen a una tecnoestructura constituida por administradores, que generalmente luchan por ser independientes a los poderes Ejecutivo y Legislativo, produciendo una simbiosis en aquellos espacios donde las empresas (industrias) y los gobiernos trabajan de manera estrecha. Existen efectos, a nivel de la macroeconomía, de las sinergias entre ambas tecnoestructuras (pública y privada) por ejemplo, sobre la demanda, los precios y salarios, el nivel de inflación y el consumo, etc.²⁰

Fama y Jensen (1983) examinan la separación entre la administración de las decisiones, el control de las decisiones y la distribución de los riesgos que se asumen en las empresas. Al

¹⁹ Con la crisis financiera del 2008 quedó en evidencia la inexistencia de comités específicos y su importancia. En algunos casos, la falta de coordinación entre los distintos comités de dirección de la empresa, no proporcionaban la información específica sobre la verdadera situación de la empresa en términos del tipo de negocios en los que algunas empresas estaban participando particularmente en Estados Unidos. Un ejemplo fue el de AIG (aseguradora), que comprometió la estabilidad de la empresa, la cual por el giro del negocio afectaba intereses de terceros, con su decisión de participar desde un segmento del negocio en la compra de hipotecas de alto riesgo (*o subprime*), o la compra de activos tóxicos, sin que los accionistas contaran con ninguna información acerca de estas decisiones y su impacto en el nivel de riesgo de la empresa.

²⁰ La sincronía entre la producción y el consumo masivo es lo que genera la demanda que mantiene la estabilidad de lo que Galbraith denomina “sistema planificado”. Este incluye un sector compuesto por grandes empresas que dominan sus mercados y un segundo sector compuesto por muchas empresas medianas y pequeñas y que se conoce como modelo de mercado clásico. (Weidenbaum et al 1975).

igual que otros autores, la separación significa que un agente no ejerza la administración exclusiva y el derecho de control sobre las mismas decisiones.

Uno de los grandes desafíos, ya mencionado, que plantea la Teoría de la Agencia es la reducción de riesgos para los inversionistas y el aumento de la participación de los accionistas en las decisiones estratégicas de la empresa. Ello supone encontrar formas de comprometer a los agentes no solo con el desempeño de la empresa sino también con los accionistas. Al respecto Jensen & Meckling (1976), proponen establecer un sistema de incentivos, que a la larga se convertirá en costos de agencia, los cuales estarán integrados en los sistemas internos y externos de la empresa. Gillan (2006) sostiene que, en materia de incentivos gerenciales, las políticas de compensación dirigidas a los gerentes y diseñadas por los directorios pueden jugar un papel clave en la alineación de los intereses entre principales y agentes.²¹

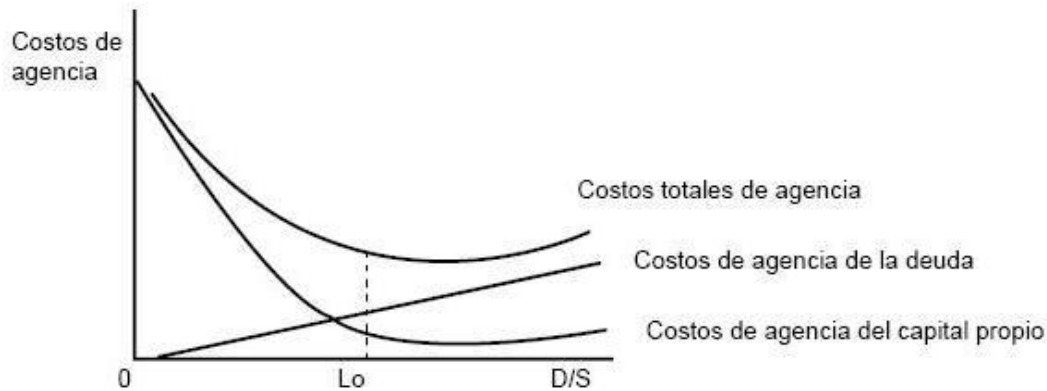
Jensen y Meckling utilizan el término estructura de propiedad como alternativa a la estructura de capital para medir los costos de agencia. El valor de la firma, dado su tamaño, depende en gran medida de los costos de agencia; salvo que haya una reducción voluntaria o forzada del capital propio, la caída del valor sólo se puede producir por el aumento de dichos costos, producto de la deuda de la empresa, a medida que el nivel de apalancamiento aumenta y la descoordinación y discrepancia entre las distintas instancias de decisión aumentan.

Los costos generados por los contratos están asociados a: la formalización de los mismos; a la supervisión, que fiscaliza y condiciona la actividad del agente; a las garantías y fianzas que acredita que las acciones estarán de acuerdo a lo establecido en los contratos; y a la pérdida residual, cuando las decisiones del agente se alejan del interés del principal.

Para Rivera (2002) la combinación de las curvas de costo de agencia del capital propio y de la deuda de la empresa determina los costos totales de agencia, que en principio decrecen con el aumento de deuda, pero que a partir de un punto comienzan a aumentar, como se observa en el gráfico I.1, donde el eje horizontal representa el monto total de deuda en relación al valor de mercado de capital propio. El punto al cual denomina **Lo** indica la estructura de capital óptima, es decir, donde los costos de agencia totales son mínimos.

Gráfico I.1 Efectos de los costos de agencia sobre una estructura de capital óptima.

²¹ Lefort (2003) plantea como opción de compensación la posibilidad de compensar a los directivos con acciones de la empresa (*stock options*).



Fuente: Rivera Godoy (2002)

* D= volumen de deuda contraída

S= valor de mercado del capital propio

Según Rivera, si el gerente/propietario invirtiera el 100% de su riqueza en la firma, evitaría los costos de agencia que representa el financiamiento externo. Sin embargo, esto no es necesariamente consistente con la realidad, ya que el gerente/propietario tiende a diversificar su estructura de capital, debido a que los retornos de los proyectos no están perfectamente correlacionados, minimizando de esta forma el riesgo de pérdida, por lo que al final tendrá que pagar el monto equivalente a los costos de agencia.

En un escenario sin asimetría de información donde los agentes, principales y prestamistas pueden verificar lo que los otros están haciendo, la probabilidad de pérdidas debido a los costos de agencia, sería minimizada sin importar la estructura de capital de la empresa. Esto significa que los accionistas no podrían obtener beneficios de los prestamistas, incluso en una situación de sobre endeudamiento de la empresa, ya que los prestamistas pueden monitorear el uso de los recursos por parte de los accionistas.

Existen otros costos de agencia relacionadas con la propiedad y el control, que son aquellas áreas en que los agentes se comprometen en el corto plazo con actividades de alto costo para obtener retribuciones extra salariales, que además puedan reducir la rentabilidad de la corporación y aumentar los costos. Por último, están aquellas actividades en que los agentes buscan satisfacer necesidades que aumenten su poder, a través de decisiones de largo plazo que incrementen el tamaño de la empresa, pero no sus resultados (Morck, Shleifer y Vishny,

1990). Para estos autores los problemas de agencia surgen debido a que los contratos no se suscriben ni se ejecutan sin costo, y siempre son un costo para el principal.²²

Según Jensen y Meckling (1998), los factores que más afectan los costos de agencia para lograr una maximización ideal son: a) las preferencias del gerente/propietario por el nivel de beneficios no pecuniarios, b) la facilidad con que pueden ejercer los gerentes sus intereses personales en contraposición con los de la empresa, c) los costos de monitoreo y garantías, d) la medición y evaluación del gerente, y e) el nivel de competencia en el mercado de los gerentes. Además, los costos de agencia incluyen el costo de reemplazar a un gerente, independiente si la empresa opera en un mercado competitivo o no, debido a la independencia que existe entre los costos de agencia y la estructura de mercado.

Por tanto, no siempre es posible alinear los intereses del que administra la propiedad con las intenciones del propietario, lo que genera conflictos de interés, con las respectivas implicancias en términos de costos (legales y administrativos). Jensen y Meckling (1976) plantean que el comportamiento individual en las empresas, que incluye, por cierto, el comportamiento de los gerentes, dependerá de la naturaleza de los contratos, ya que es en ellos donde se especifican los derechos individuales y responsabilidades, lo que determina los costos y compensaciones que serán asignadas entre los participantes de las organizaciones.

Lo cierto es que, a lo largo de los años, minimizar los costos de agencia ha sido un objetivo central de la teoría de la empresa. Berle y Means (1932) ya señalaban que los accionistas no pueden, de manera realista, controlar a los gerentes o ejecutivos de la empresa en cuanto a transferencia de riqueza. Una parte importante de las leyes que rigen a las corporaciones intentan minimizar la expropiación de riqueza hacia los ejecutivos.²³ Estos cuentan con el control sobre las actividades de la empresa y con información confidencial sobre las actividades más rentables, así como un amplio margen en las decisiones. Dos formas distintas de controlar a los ejecutivos/gerentes en una estructura de concentración dispersa de capital son a través de leyes que proteja contra las expropiaciones; o a través de compartir el derecho a voto de los

²² Los costos de agencia incluyen los costos de monitoreo y la unión de una serie de contratos entre principal y agentes con conflicto de interés. También incluyen los costos de la plena aplicación de la ley que excedan los beneficios.

²³ Según Lefort (2003) cuando la empresa genera rentas que no puede distribuir a priori, el derecho de tomar decisiones *ex post* es importante, ya que aumenta el poder del administrador para capturar dichas rentas. Es a lo que llama un control residual sobre los activos que recae en los accionistas.

distintos accionistas en decisiones importantes.²⁴ Con ello los accionistas pueden bloquear transacciones que no maximizan el valor de la empresa. De aquí se desprende un segundo problema de expropiación desde los mayoritarios hacia los minoritarios, incluyendo las acciones que, muchas veces, ni siquiera le agregan valor a la firma.

Sin embargo, no todos los potenciales conflictos de agencia pueden ser contemplados en los contratos. La gama de conflictos es amplia. No obstante Weston & Brigham (2004) diferencian los conflictos de agencia en dos grandes categorías: entre accionistas y administradores y entre accionistas y acreedores. Ambos plantean niveles de relación distintos que no siempre pueden ser cubiertos por los contratos y para los cuales se debe aprovechar la cobertura de la estructura del gobierno corporativo.

Como ya se ha mencionado, la asimetría de información, que puede surgir también como un problema de agencia, se produce después de la negociación de un contrato. En este sentido, el Teorema de Coase, establece que, ante la presencia de determinadas externalidades, siempre será posible la consecución de una externalidad óptima (manifestada en un contrato) y de un máximo nivel de bienestar. Aunque este supuesto implicaría costos de transacción nulos, en la práctica tanto el cumplimiento de los contratos como la solución de disputas que de dicho contrato se pudieran generar, pueden no llegar a solucionarse vía la negociación, como lo sugiere Coase. Esta realidad puede incluso rebasar la estructura misma de gobierno corporativo, haciendo necesario además contar con un marco legal adecuado, adaptado a la realidad de los mercados y de los países y un sistema judicial eficiente con conocimiento de los temas, para la solución de los conflictos de agencia. (Miró, 2002, y López de Silanes, 2010)

El otro factor que puede afectar los costos de agencia se refiere a la mayor participación de los grupos de interés o *stakeholders*. A lo largo de los años ha ido creciendo el interés de los principales (accionistas) por incorporar al proceso de decisiones la visión de los grupos vinculados a las actividades de la empresa. Estos “terceros interesados” son todas aquellas personas o instituciones que, sin ser dueños ni agentes, pueden afectar o ser afectados por la actividad y decisiones de la empresa; el concepto incluye a los empleados, proveedores, clientes, inversores, acreedores, gobiernos locales, etc. Un modelo de gobierno corporativo que

²⁴Para más detalle sobre la descripción de los tipos de conflictos que pueden surgir de la dinámica empresarial ver a Martynova y Renneboog (2010) quienes plantean la existencia de disposiciones regulatorias que cubren las relaciones entre principal – agente, principal – principal y también la relación con otros *stakeholders* como los prestamistas. Young et al. (2008) proporcionan un análisis más detallado sobre la relación principal – principal y principal – agente (pag. 202).

incorpore este grupo puede traducirse en costos adicionales de agencia, que en algunas empresas suele resolverse a través del endeudamiento de la misma, aunque a largo plazo puede convertirse en un activo importante de la compañía.

Por último, Jensen (1986) sugiere extender el concepto de costos de agencia a los flujos de caja recomendando el endeudamiento para disminuir dichos costos y enfrentar así ese tipo de costos adicionales.²⁵ Bhagat y Bolton (2008) plantean que dada la dificultad de los accionistas para mirar directamente el manejo de los flujos de caja por parte de los agentes, la propiedad sobre las acciones puede ser usada para inducir a los administradores a revelar información privada acerca del flujo de caja o de su capacidad para generar los flujos de caja para la empresa. Muchas de estas acciones pueden ser explicitadas en los contratos entre principal – agente.

1.3 La discusión sobre el marco legal y el institucional, que impone límites a la estructura del gobierno corporativo.

El tema de los contratos se enmarca en un esquema jurídico propio de los lugares donde se desarrolla la actividad empresarial. Sin perjuicio de que el análisis de los aspectos jurídicos del gobierno corporativo será tratado en extenso en el siguiente capítulo de esta tesis, parece útil hacer algunas apreciaciones sobre el tema desde el enfoque de costos de agencia.

El sistema jurídico-legal es una variable determinante en los distintos enfoques de gobierno corporativo desarrollados por los países y puede ser una fuente importante de costos para las empresas. Johnson & Shleifer, 1999 sostienen que tanto las empresas como las instituciones deben ser capaces de adaptarse para compensar las limitaciones de las leyes y regulaciones sobre el accionar del binomio principal – agente.

En cuanto a la toma de decisiones en las empresas Eisenberg (1976) señala que, aunque existen diversos modelos de gobierno corporativo, en la práctica todos ellos comparten el mismo modelo estandarizado de toma de decisiones corporativa formal, al cual denomina un “modelo legal recibido” “*received legal model*”. Bajo este modelo el directorio administra el negocio corporativo y formula la política de negocio. Los ejecutivos actúan como agentes del

²⁵ Cabe señalar que el nivel de endeudamiento de la empresa refleja en gran medida el tipo de estrategia de financiamiento y de estructura de producción que tiene, así como su posición competitiva en el mercado. Este tema es clave en el diseño de marcos legales y de políticas públicas dirigidas al desarrollo del mercado de capitales en general.

directorio y ejecutan sus decisiones; y los accionistas eligen el directorio y deciden sobre las principales acciones corporativas o los cambios fundamentales, extraordinarios y orgánicos. Los directivos, por su parte, son los responsables del diseño de la política de la empresa, y en muchas ocasiones de la selección de los altos ejecutivos y de la fijación de sus remuneraciones. Estos, con una cierta discrecionalidad, ejecutan las políticas formuladas en los directorios. El papel de la administración es central en el modelo de gobierno de la empresa. En este esquema, los agentes no son de los accionistas, sino que de los directorios. Ellos son considerados una institución independiente, lo cual muchas veces puede dificultar el monitoreo, por parte de los principales de las decisiones de los agentes. Las políticas de remuneraciones de los ejecutivos (agentes), que puede o no ser del conocimiento del principal, se pueden convertir en uno de los costos de agencia clave, como quedó en evidencia en algunas empresas estadounidenses durante la crisis financiera de 2008.

Lo anterior nos conduce a considerar el asunto de la protección de los accionistas (especialmente los minoritarios y más “distantes” del directorio), como un asunto central dentro de la definición de gobierno corporativo. Si se comparte la idea de que el agente ni siquiera los representa, el régimen legal que los protege se hace crucial.

La Porta, et al (1997), realizan un análisis de los marcos legales que cubren la protección de los accionistas y acreedores / prestamistas, el origen de las leyes y la calidad del *enforcement* en 49 países y concluyen que los países con derecho común (*Common Law*, anglosajón) tienen mayor protección, seguidos de los que protegen legalmente a los inversionistas (Alemania y Escandinavia), mientras los que muestran el peor desempeño son los que tienen como marco el Derecho Civil Francés (América Latina).²⁶

En la literatura se constata que un número importante de las investigaciones que se llevan a cabo sobre el tema de los gobiernos corporativos, se concentran en el análisis de la estructura de propiedad y en los efectos que la concentración de la propiedad tiene sobre el valor de la empresa y sobre los costos de agencia que terminan impactando al mercado. Al respecto, la OECD (2011) sostiene que la concentración de propiedad en acciones en grandes compañías está negativamente relacionada con la protección del inversionista. Lo anterior es consistente

²⁶ Por otra parte, La Porta, López de Silanes, Shleifer y Vishny (1998) mediante su investigación encontraron que las economías con mayor grado de protección legal presentan mercados de capitales más desarrollados, usan más financiamiento externo a la firma y son menos vulnerables frente a shocks externos.

con la hipótesis de que es poco probable que los accionistas menores sean importantes en los países donde no se defienden sus derechos.

Este es un aspecto del marco legal que ha tenido un avance lento. La ausencia de protección de los derechos de los accionistas minoritarios es producto, en gran medida, de la presión ejercida por los accionistas controladores. Este aspecto, aunado al tema de la defensa de los derechos de los acreedores y la actuación de los órganos de control del mercado de capitales, generada a partir de las quiebras en el sector financiero, se suma al diagnóstico de insuficiencia de los esquemas de gobiernos corporativos, especialmente en empresas con mayor concentración de propiedad.

Johnson y Shleifer (1999) plantean un problema adicional relacionado con el tamaño de las empresas, las cuales no están sujetas a la normativa de gobierno corporativo por no estar registradas en valores, que se hace visible en los países al momento de discutir, por ejemplo, las reformas que buscan aumentar el uso de fondos externos para financiar pequeñas y medianas empresas (PYMES). Generalmente las políticas dirigidas a estimular el financiamiento a la PYME son discutidas con las grandes empresas, las cuales ya tienen resuelto el problema de financiamiento a nivel de su gobierno corporativo.

Por su parte, Oman (2005) utilizando la experiencia de América Latina y contrastándola con la de Estados Unidos, plantea lo que denomina el problema de convergencia vs divergencia, entre los patrones predominantes de gobierno corporativo y las estrategias empresariales. La convergencia entre gobiernos corporativos y el desarrollo de los mercados de capitales se obtiene a través de reformas al marco legal, regulatorio y judicial, agrega Coffee (1999). Pero esto, sin duda, requiere de un consenso nacional que muchas veces no es alcanzado por los distintos actores en los países, particularmente en las economías en desarrollo, como las de América Latina, donde el sector privado, de propiedad mayoritariamente familiar y con estructuras patrimoniales concentradas, interpreta el dictamen de leyes, como las que protegen a los inversionistas minoritarios, como una forma de expropiación y emplea fuertes influencias para impedir que eso ocurra.

Por ello, la implementación de marcos normativos nuevos ha sido lenta, poniendo de relieve lo que De Paula y Stanley (2005) denominan la dicotomía convergencia / dependencia de trayectoria. Una convergencia (legal y funcional) lenta, debido a mecanismos de inercia de dependencia de trayectoria. Muchas veces los cambios van asociados a otros, que son indispensables para ampliar las transacciones externas y son promovidos desde el Estado. Los

grandes cambios normativos de gobiernos corporativos en América Latina se han dado en el marco de reformas a los mercados de capitales (Argentina, Brasil, Chile, Colombia, México y Perú).²⁷

Volveremos sobre el tema del régimen jurídico cuando tratemos los distintos modelos de gobiernos corporativos, en el siguiente capítulo.

I.4 Actores, tamaño y estructura de los gobiernos corporativos

A lo largo del capítulo se ha insistido en la premisa de que los gobiernos corporativos que funcionan adecuadamente lo hacen en el marco de una clara separación entre la propiedad de la compañía y el control. Ello incluye las decisiones de inversión.²⁸ El Teorema de Separación de Fisher²⁹ propuesto por Irving Fisher, plantea que el primer objetivo de cualquier corporación es la maximización de su valor o riqueza y por ende del valor social, independientemente de las preferencias de sus accionistas. Desde este principio, la clave para que una economía funcione bien es que los mercados de capitales funcionen bien, condición necesaria para una asignación de recursos eficiente.

Lo que está detrás del planteamiento de Fisher, recogido también en el análisis de John y Senbet (1998), es la separación entre las oportunidades productivas de la administración y las oportunidades de mercado del propietario. Si un mercado de capitales está desprovisto de recursos para financiar a través de créditos los proyectos de inversión, estos son seleccionados por un agente decisor externo a ese mercado, tomando en cuenta solo la rentabilidad de los

²⁷De Paula y Stanley (2005) agregan que este proceso coincide con movimientos realizados en Estados Unidos a comienzo de la década de 2000, después de los escándalos de ENRON y WorldCom, coincidiendo con la puesta en marcha de la normativa en Estados Unidos conocida como Sarbanes-Oxley; la cual, entre otras cosas, buscaba transparentar las prácticas de gobierno corporativo. O la crisis financiera de 2008 que dio origen a la Ley Dodd-Frank de 2010.

²⁸ Desde el Teorema de Fisher, la forma de financiamiento que acompaña las decisiones de inversión de la administración no tiene por qué impactar su desempeño.

²⁹ Fisher en 1930 (La Teoría del Interés) postula que el objetivo del empresario es maximizar la tasa de rendimiento que iguala los valores presentes de los flujos en efectivo de todos los proyectos que se estén considerando. El teorema de la separación establece que una firma puede asegurarse de que los propietarios alcancen su posición óptima en términos de oportunidades del mercado, financiando su inversión con una determinada proporción de crédito y fondos propios obtenidos internamente. Sólo requiere conocer la rentabilidad de los proyectos de inversión y el tipo de interés de equilibrio del mercado financiero. Este teorema analiza el comportamiento de los agentes cuando está presente la producción e inversión.

proyectos y sin considerar preferencias subjetivas de consumo. Son los agentes quienes infieren las preferencias de los inversionistas, lo que muchas veces dificulta conciliar las decisiones de inversión, producción y consumo que impactan al conjunto de la economía.

La conformación y organización del órgano decisorio o gobierno corporativo en general apunta al logro del objetivo de maximización del valor de la empresa y de su valor social, una dimensión del concepto que concita el consenso generalizado de los actores que participan y marca la pauta del tipo de organización que se persigue.

Los principales elementos que conforman el gobierno corporativo están relacionados con: a) el papel del consejo de administración o directorio que incluye: su estructura, el papel del presidente del consejo, la selección y el papel de los consejeros (internos y externos); b) la conformación de los comités corporativos; c) los órganos de control interno; d) la relación fluida entre el área directiva y ejecutiva de la empresa; y e) la transparencia en los mecanismos de suministro de información. (M. de Paula, Ferraz y Núñez, 2005). Son estas distintas instancias, regidas por un marco normativo y por un código de buenas prácticas, las que interactúan en el día a día de la toma de decisiones de las empresas desde su ámbito de acción.

a. El consejo de administración.

Según Denis y McConnell (2003) las funciones principales del consejo es contratar, despedir, monitorear y compensar a los ejecutivos, con el objetivo de maximizar el valor de la empresa para los accionistas. Lo forman consejeros, entre cuyas atribuciones está establecer los objetivos y estrategia del negocio y velar por el cumplimiento de las políticas de la empresa vigentes, incluida la selección de los medios para lograrlo.³⁰ Es responsable de los resultados del negocio frente a los accionistas e inversionistas, de la efectividad de los controles internos y de la definición de los niveles de endeudamiento y la toma de riesgo. En un número importante de normativas, el consejo designa al primero y segundo nivel de directivos y su remoción. Tiene un papel importante en determinar los reconocimientos, en especial los pecuniarios (Núñez y Oneto, 2012) y alimenta sus decisiones con la información que le proporcionan al interior de la empresa y la que obtiene del mercado.

³⁰ Fama y Jensen (1983) describen el proceso de toma de decisiones de la empresa en cuatro etapas: 1. generación de propuestas para la utilización de recursos y estructuración de los contratos (a cargo de ejecutivos); 2. ratificación de la(s) propuesta(s) a ser implementada(s) (a cargo del Consejo); 3. ejecución de las decisiones (ejecutivos); y 4. medición del desempeño de los agentes de decisión y la aplicación de compensaciones y remuneraciones (consejo).

Sin importar como se le llame en los distintos países, el consejo (junta) de administración o directorio, es el principal órgano decisorio de la empresa, y sus atribuciones en los distintos países son prácticamente las mismas. La tendencia a contar con un presidente o un consejo independientes es cada vez más común a nivel internacional.³¹ Existe un reconocimiento de parte del mercado, aunque con una débil evidencia empírica, sobre un impacto directo de este hecho en el valor de la compañía.

Una línea en la literatura es la que considera las características del directorio corporativo como determinantes importantes del gobierno corporativo e identifica a la independencia del directorio (Hermalin & Weisbach (1998, 2003) y Bhagat & Black, 2002; y a la propiedad de acciones de los miembros del directorio (Bhagat, Carey y Elson) como centrales.³² La simple existencia del consejo no garantiza su funcionamiento eficiente, representando el interés de los accionistas. Se requiere de personas capacitadas, con experiencia y una estructura que suministre incentivos adecuados para su buen funcionamiento.

Algunos autores centran el análisis en el tamaño (en algunos casos definido por la normativa) e independencia del directorio respecto a la administración;³³ otros examinan la actividad del consejo, su estructura y la función de los comités y los subcomités. Lo cierto es que ambos niveles de análisis son complementarios y se requieren para comprender la dinámica de los consejos de administración. John y Senbet (1998) además de enfocar su análisis en los mecanismos internos del gobierno corporativo, que incluye la composición y estructura, el tamaño óptimo e independencia del consejo, y los distintos problemas de agencia que surgen de los conflictos de interés entre los gerentes y los tenedores de acciones y de estos y los acreedores, con los socios capitalistas y otros grupos interesados; analizan lo que ellos llaman el efecto sustitución entre los mecanismos internos de gobierno corporativo y los mecanismos externos, en particular los mercados de control corporativo.³⁴

³¹ En países de América Latina, aun cuando la estructura de propiedad sea predominantemente familiar y sin que la normativa lo exija la tendencia también es la búsqueda de directorios independientes.

³² Dado un desempeño de la empresa pobre, la probabilidad de una administración de los negocios adecuada está positivamente correlacionada con la propiedad de las acciones de los miembros del directorio y la independencia del directorio o consejo. Para más detalles sobre los resultados del modelo desarrollador Bhagat, S., & Bolton, B. (2008), ver "Corporate governance and firm performance". *Journal of corporate finance*, 14(3), 257-273.

³³ El tamaño ideal del Consejo debe variar de acuerdo al tamaño y la complejidad de la empresa y la composición del mismo Consejo es decir el porcentaje de independientes que lo constituyen.

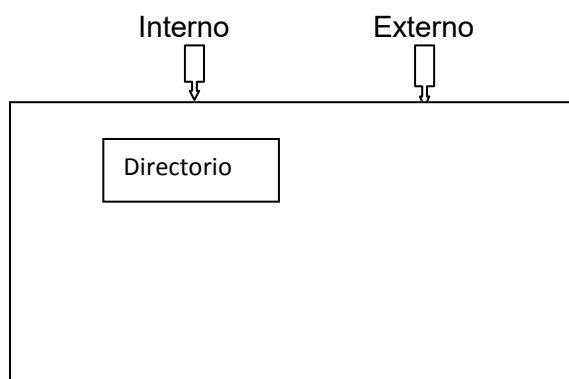
³⁴ Un mercado de control corporativo es considerado un mecanismo externo que, como cualquier otro mercado, debe garantizar un entorno de competencia, transparencia y liquidez. Está al mismo nivel que los mercados de capitales, laborales y de productos. Es un mecanismo de reasignación de recursos. En estructuras de capital disperso es considerado un mecanismo de gobierno corporativo. Para más detalle ver Stuart L. Gillan (2006).

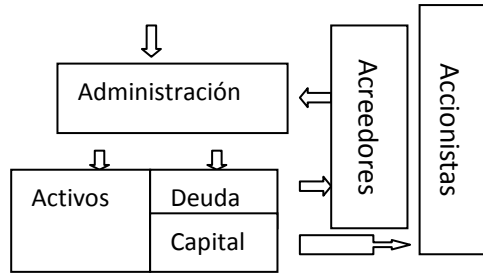
Estudios empíricos se enfocan en la evolución de la estructura de los consejos en el tiempo y las interrelaciones entre el consejo y otras variables de la empresa. En este sentido, Dahya, Dimitrov & McConnell (2007), a través de una investigación empírica basada en 799 empresas de 22 países, analizaron la relación entre el valor de la empresa y la proporción (tamaño y estructura) del consejo. Encontraron que existe una relación positiva, especialmente en países en que la protección legal de los accionistas es débil. La investigación sugiere que un accionista controlador puede compensar, al menos en parte, el menor valor asociado a un país con una protección de sus accionistas débil, mediante el nombramiento de un consejo más independiente. Sin embargo, la evidencia ha mostrado que no todos los accionistas dominantes eligen consejos independientes y que tanto el tamaño como la estructura de consejo están determinados endógenamente y generalmente sujetándose a las disposiciones normativas.

En relación a los sistemas de control interno, el consejo está encargado de asesorar y monitorear la administración, sin delegar ninguna de sus responsabilidades, como contratar, despedir y compensar, al equipo de alta gerencia de una compañía. (Jensen, 1993) El consejo tiende a delegar responsabilidades y funciones solo en aquellos comités corporativos presididos por consejeros externos independientes

En el diagrama I.1, que corresponde a un modelo simple de balance de la empresa, Gillan (2006), recoge la relación entre el nivel interno (entre el consejo y la administración) y el externo del gobierno corporativo. Cabe señalar que en este último nivel (externo) los administradores, como agentes de los accionistas, deciden sobre la estructura de capital, en qué activos invertir y la forma de financiamiento a adoptar; se delega, pues, poder de decisión de los consejos o directorios hacia los administradores. Entre las prerrogativas de los actores del nivel externo también se incluye la forma como la administración se agencia recursos. Se establece una separación entre los proveedores de capital y aquellos que administran los recursos, con esquemas de relación claramente diferenciados.

Diagrama I.1 Modelo simple de balance (interno / externo) de una empresa. Estructura del gobierno corporativo





Fuente: Gobierno Corporativo y el Modelo de Balance de una firma, tomado de Gillan (2005)

b. La selección de los consejeros (externos e internos)

La estructura del consejo constituye un factor clave del funcionamiento eficiente y está constituido por los consejeros internos (en algunas normativas pueden ser ejecutivos de la misma empresa) y externos. Este aspecto constituye la parte medular del funcionamiento del consejo de administración o directorio. Técnicamente considera el beneficio o el valor que los consejeros puedan aportar al buen funcionamiento del consejo y no solo a los intereses específicos de algunos de los accionistas. En regiones como América Latina, la presencia de miembros independientes en el consejo de administración de las empresas es aún insuficiente, a pesar de las disposiciones legales / regulatorias en algunos países, que sugieren un porcentaje de alrededor de 20% de consejeros independientes. En algunos casos se especifica que lo adecuado sería que el número de consejeros independientes sea igual o mayor al del resto de los consejeros. La condición es que dichos consejeros no deben estar vinculados al accionar de la empresa y deben complementar la experiencia y conocimiento de los consejeros y directivos relacionados directamente a uno o más accionistas.

c. Los comités corporativos

Los comités están integrados por consejeros (internos y externos), que cumplen tareas y responsabilidades específicas asignadas por el consejo de administración. Los comités permiten un análisis más a fondo de los temas, reduciendo así la asimetría de información para la toma de decisiones por parte del Consejo. Son especializados y dedicados al análisis de aspectos puntuales establecidos en los estatutos, reglamentos o reglas de acción del consejo de administración tales como la auditoría. Asesoran al consejo o directorio en las decisiones de toma de riesgo, de financiamiento, de inversiones financieras, de remuneraciones, etc. y son un puente importante entre la dirección y el área ejecutiva de la empresa. Analizan en conjunto con los responsables de la ejecución de las políticas y/o estrategias, las distintas opciones o escenarios para la empresa.

Dos son los comités clave en el buen funcionamiento del gobierno corporativo, el de auditoría y el de riesgos. El primero, según Pérez Galindo (2015) es responsable de seleccionar y contratar tanto al auditor interno como al externo y le responden directamente. Este comité debe, además de manejar la información sobre los diferentes controles implementados en áreas críticas de la empresa, elaborar informes periódicos, estructurar y monitorear el sistema de control interno de la empresa. El Comité de riesgo ayuda a la identificación de riesgos y contribuye a la comprensión de los distintos escenarios que puede enfrentar la empresa, a través de diseño e implementación de metodologías de riesgos (que permita identificar riesgos operativos no medibles) y de suministro de información adicional, que ayude a la toma de decisiones y a la sobrevivencia de la firma en el largo plazo. Ambos comités por separado son importantes para el buen funcionamiento del órgano decisorio de la empresa. Existen, sin embargo, algunas empresas que realizan ambas funciones dentro de un mismo comité, como es el caso del comité ejecutivo en Chile.

En algunos países la regla es que las empresas listadas en bolsa deben constituir un comité de directores formado por miembros independientes de preferencia, que tiene como responsabilidad la de revisar todas las transacciones con partes relacionadas e informarlas al consejo de administración; relacionarse con auditores externos y proponerlos al consejo de administración y/o junta de accionistas, así como el estudio y presentación al consejo de administración de los contratos y remuneraciones a ejecutivos. Con las nuevas reformas a la normativa de gobiernos corporativos llevadas a cabo en América Latina, el cargo de gerente o ejecutivo tiende a mostrarse incompatible con el de presidente de consejo, auditor o contador de la empresa; en las sociedades anónimas abiertas también con el de director. No obstante, aún existen directorios donde el presidente y el gerente es la misma persona.

I.5 Conclusiones

En esta sección se revisó la evolución del concepto de gobierno corporativo, describiendo de manera general el ámbito y los principales componentes de la estructura de gobierno corporativo. La intención ha sido, más que describir la estructura formal, la de poner de relieve la importancia de las distintas estrategias de control y la dinámica del proceso de toma de decisiones al interior de la empresa, plasmada en contratos, su impacto sobre el desarrollo del negocio y sobre los mercados de capitales.

La evolución del concepto de gobierno corporativo, desde su inicio, ha estado circunscrita al ámbito de las grandes empresas y en especial a la difusión del capital entre varios accionistas

con pequeñas cuotas de poder que no permitía tener el control absoluto de las decisiones de la compañía. Como hemos visto a lo largo del capítulo, el tratamiento tanto teórico como empírico del tema de gobierno corporativo se ha circunscrito a los conflictos de agencia o conflictos de interés en la relación entre los muchos propietarios del capital (el “principal”) y los pocos administradores (el “agente”) y entre los accionistas mayoritarios y los minoritarios. Sin embargo, a través de la revisión de la literatura, ha sido posible constatar que, si bien este es uno de los factores determinantes de la necesidad de regular el funcionamiento de las empresas y su gobierno, existen otros, vinculados a los temas de agencia, como la relación entre acreedores y accionistas, y agentes-acreedores que, en períodos de crisis, pueden generar problemas con impacto que va más allá de la empresa.

La mayor parte de la literatura circunscribe la definición de gobierno corporativo a la relación principal-agente, sin embargo, a través de la revisión realizada ha sido posible observar que el concepto va más allá de este binomio. El concepto tiene un carácter polifacético se trata de un sistema de relación que incorpora la dirección de la empresa – consejo de administración – accionistas - *stakeholders*; un resguardo de los derechos de los accionistas; una estructura de poder que se refiere a los mecanismos de dirección y control y un sistema normativo.

En la literatura se define también el control de la empresa como la capacidad de elegir al consejo de administración a través de reglas aceptadas. Estas reglas consideran el control de la sociedad en función de la participación accionaria del inversionista principal, del equipo directivo o bien del mismo consejo. Los criterios utilizados suelen considerar a la empresa como controlada por la propiedad cuando algún accionista posee más del 10% de capital; en caso contrario se considera que el control lo ejerce la administración o la dirección. En todo caso, nadie discrepa con Berle y Means (1932) cuando definen el control como el poder para nombrar a la totalidad o a la mayoría de los miembros del consejo de administración.

Un resultado importante del análisis es que la empresa controlada por gerentes o ejecutivos es generalmente aquella que tiene una estructura de propiedad dispersa y en muchos casos, significa en verdad ausencia de control por parte de los accionistas, lo cual puede prestarse a abusos por parte de los agentes. En las empresas controladas por los propietarios, generalmente un accionista o accionistas importantes definen la estrategia de la alta dirección y delimitan las atribuciones de los altos ejecutivos. La presencia de un accionista externo importante podría inhibir el accionar de la gerencia en interés propio de la estrategia empresarial (Shleifer y Vishny 1986).

Que la empresa sea controlada por los gerentes y por los propietarios en conjunto, es algo que sólo ocurre cuando ambos tienen una inversión financiera relevante en la empresa - especialmente en estructuras familiares de propiedad concentrada -, situación que podría significar un conflicto de interés. Según la teoría de agencia, los ejecutivos pueden perseguir intereses distintos a la alta dirección y a expensas de los accionistas que tienden a ser pasivos. Pero en todos los casos la normativa vigente debería buscar asegurar que haya congruencia entre los intereses de los accionistas y de los ejecutivos. La idea detrás de la estructura de propiedad es que el accionista, el ejecutivo, o los dos en conjunto busquen estrategias maximizadoras de valor de la compañía para el resto de los accionistas. El mayor esfuerzo para mejorar el desempeño de los consejos / directorios debería focalizarse en la estructura de propiedad (número y tipo de acciones de los miembros del directorio); así como el fomentar una mayor dependencia de los mismos.

En cuanto a la conveniencia de utilizar una u otra estructura de propiedad y de control, no existe coincidencia entre las distintas corrientes de pensamiento. Hay autores como Li (1994) que ponen en evidencia la existencia de diferencias importantes entre los países, en cuanto a las obligaciones políticas y legales sobre la propiedad y el control de la empresa, lo cual no permite la conciliación. No obstante, la clasificación más socorrida por las empresas es la que distingue entre aquellas en que predomina la propiedad y aquella en que predomina el gerente o agente. Por cierto, existe también la figura del propietario/gerente, especialmente cuando la concentración es muy alta. Esta identidad aparentemente puede afectar positivamente el resultado de la empresa. Sin embargo, muchas veces también se puede convertir en un impedimento para las oportunidades de negocios, ya que disminuye la transparencia en los procesos internos de toma de decisiones de la empresa, afectando directamente los costos de agencia.

En definitiva, en el centro de la definición de gobierno corporativo se encuentra la separación entre la propiedad y el control, principal causa de los conflictos de agencia. La esencia de dichos conflictos está en la alineación de los intereses de los principales y agentes y el desempeño de los actores tanto internos como externos en el funcionamiento de la empresa. A nivel interno, la relación central es la de accionista - administrador, que involucra las principales decisiones del consejo respecto al funcionamiento de la empresa en materia de inversión, riesgo, políticas de financiamiento, pago de dividendos, pago a ejecutivos (remuneraciones); además del monitoreo de las acciones administrativas. El nivel externo se asocia directamente con las decisiones de los administradores, como agentes de los accionistas y su vínculo con

otros actores (sector gobierno) y son ellos quienes al final deciden en gran medida la política de inversión (en que activos invertir) y la forma de financiamiento que adopta la empresa.

La actividad de la empresa también es vista por algunos autores como la red de contratos implícitos o explícitos entre varios grupos relacionados (accionistas, agentes, tenedores de bonos, empleados, etc.) y la sociedad en su conjunto y que por la diversidad de intereses eventualmente pueden transformarse en conflictos de interés. La interacción de dichos grupos interesados (*stakeholders*) se desarrolla en un ambiente económico-financiero que incluye la dimensión pública en el desarrollo del concepto, con el correspondiente impacto en el funcionamiento de la empresa y en su proceso de toma de decisiones.

Por último, la estrategia empresarial (reflejada en un esquema de gobierno corporativo) y el mismo desempeño empresarial son fuentes importantes de información para el buen desempeño de los mercados, así como para el diseño de las políticas públicas y la construcción de una institucionalidad acorde con las necesidades del desarrollo económico y social de los países.

Capítulo II. Modelos, características y prácticas de gobierno corporativo. Su vínculo con la estrategia de administración, el régimen jurídico y los códigos de buenas prácticas.

Introducción

En el capítulo anterior se analizaban las distintas dimensiones del concepto de gobierno corporativo, su estructura y ámbito de acción desde la óptica de la Teoría de Agencia. Contar con una estructura de gobierno corporativo, así como con un marco jurídico que proteja los intereses de los accionistas, inversionistas, acreedores y otros grupos interesados (*stakeholders*), sobre las decisiones y asignación de responsabilidades de los actores de la empresa y de su entorno (interior y exterior), es fundamental para acotar los posibles conflictos de interés o resolverlos con mecanismos legales ciertos.

El cumplimiento de responsabilidades por parte de los administradores (agentes), puede verse restringido por factores internos, como también por factores externos, producto de la dinámica del mercado, que están fuera de su control. Barney y Ouchi, (1988) sugieren ampliar las ideas sobre la restricción del ámbito de la empresa, de manera de incluir aspectos económicos de la Teoría de la Estrategia de la Empresa, para enfrentar las fuerzas del mercado mediante una mezcla de acción y respuesta. Si bien Eisenhardt (1985) reconoce que la Teoría de Agencia comparte hipótesis con la Teoría de la Estrategia de la Empresa, en su análisis no menciona la dinámica de los mercados de capitales como un factor que afecte directamente el desempeño de la empresa. Sin embargo, para predecir y regular la acción de principales y agentes es indispensable conocer su estrategia empresarial.

Por ello es que un aspecto importante del gobierno corporativo es su vínculo con el desarrollo de los mercados financieros globalizados y la creación de valor de las distintas compañías o grupos económicos. Ello no es posible sin considerar los intereses de los actores involucrados (accionistas, inversionistas, gerentes, entidades regulatorias, y otros grupos interesados) dentro de la diversidad de estructuras organizacionales y de gobernanza existentes. Las relaciones que se establezcan entre todos estos actores requieren de un marco de funcionamiento claro hacia dentro y hacia afuera de la empresa, un esquema de gobierno de la empresa inserto en un marco regulatorio, que contribuya a disminuir posibles conflictos de agencia y de otro tipo entre las partes involucradas y la sociedad. En otros términos, se requiere un modelo de gobierno corporativo que, además de responder a factores de administración interna, planteé la

protección de los intereses de los inversionistas (internos y externos), quienes estarán más dispuestos a pagar por las acciones y los bonos de empresas que estén preocupadas de velar por sus intereses.

Ésta, sin embargo, no es una condición suficiente para resolver todos los problemas que se generen, como producto, entre otras cosas, de estructuras de propiedad concentrada en grupos familiares o en el Estado, o del aumento de poder de los agentes (gerentes) en la toma de decisiones, o de asimetrías de información, o de falta de transparencia y de revelación de información relevante para el mercado. Todos estos elementos y sus dimensiones deberían estar reflejados no solo en los modelos de gobiernos corporativos, sino también en la regulación relacionada (corporativa y de valores).³⁵

Históricamente, el modelaje de los gobiernos corporativos ha estado asociado a la situación de los mercados financieros y la realidad socio - económica de los países donde se implementan. Generalmente, las relaciones con ciertos actores del mercado determinan el diseño del patrón de gobierno adoptado por las empresas (especialmente en Europa y Japón). Por ejemplo, en economías donde los bancos son actores importantes, estos juegan un papel central en el desarrollo de los mercados de capitales y su influencia en los esquemas de gobernanza es también muy clara.³⁶ Tal vez esto explica por qué los estándares dirigidos a las instituciones bancarias son más estrictos (Basilea III) como es posible observar en el cuadro comparativo del anexo 1.

El desarrollo de los gobiernos corporativos también se ha vinculado al sistema de administración, al control de las organizaciones empresariales y al desarrollo tecnológico, convirtiéndose en un marco que acompaña las estrategias de negocio de las firmas. Pero el móvil principal de las compañías es el incremento de su valor. En torno a ese objetivo, tanto accionistas como directores, gerentes y otros grupos interesados se mueven y enfrentan posibles conflictos de interés internos, que generalmente se resuelven con la adopción de herramientas contenidas en los modelos de gobierno corporativo. Estos modelos buscan, entre otras cosas, estructurar la distribución de poder; determinar las responsabilidades de los actores (accionistas, directores y gerentes); dar herramientas para la supervisión de las

³⁵ La crisis financiera de 2008 permitió constatar que la consecuencia de un marco normativo débil suele ser la menor diversificación del riesgo que, a la larga, repercute en mayores costos de agencia.

³⁶ No es casualidad que haya sido el sector más impactado por las crisis financieras de los últimos 30 años. Tampoco es gratuito que Basilea, la regulación internacional más estricta hacia las instituciones financieras, esté dirigida principalmente al sector bancario; y que, dentro de ella, el tema de gobiernos corporativos haya sido tratado con especial atención.

decisiones de la alta dirección de la empresa; y sobre todo, y muy importante, transparentar los procesos de toma de decisiones y la información que sustenta dichas decisiones.

La variedad de esquemas de gobierno corporativo tiene correspondencia con las normas y regulaciones en los países, cuyas disposiciones o reglas dirigidas hacia el colectivo de accionistas e inversionistas, apuntan a reducir posibles conflictos de agencia, especialmente en la discusión sobre el diseño de la estrategia del negocio.

En muchos países, la protección a los inversionistas es recogida por las leyes corporativas y las relaciones contractuales. Sin embargo, la crisis de 2008 dejó en evidencia la insuficiencia de los marcos legales corporativos para adelantarse y evitar el incumplimiento de los compromisos contraídos por bancos y empresas no financieras con los inversionistas, ya sea por problemas de solvencia, e incluso de default, o por malas prácticas de gobernanza que al final conduzcan a la empresa a quedarse sin protección alguna.

Al margen de los mecanismos de control interno de las empresas, la estrategia de administración contribuye, en cierto modo, al desempeño y eficiencia del gobierno corporativo. Por ejemplo, si los esquemas de control interno muestran deficiencias en su funcionamiento, como fue en la crisis financiera, ni siquiera un buen desempeño financiero–operativo–comercial será suficiente para mitigar riesgos futuros de alto impacto para la empresa.

De lo anterior se desprende la premisa de que la adopción de un esquema de gobierno corporativo, cualquiera que este sea, debe estar en concordancia no solo con el desarrollo de los mercados de capitales en el que se inserta la empresa, sino también con la estrategia empresarial. Se requiere un marco amplio que se centre en la dinámica de la empresa, en su contexto de mercado y en una estrategia de administración del negocio que refleje los objetivos de la empresa y la forma como planea alcanzarlos. Es la combinación y equilibrio entre estos tres elementos lo que contribuye a un adecuado desempeño del gobierno corporativo.

El objetivo de esta sección es identificar, de forma sucinta, el peso específico que las condiciones de mercado tienen en la adopción de un esquema (modelo) u otro de gobierno corporativo, si es que responden solo a las políticas del directorio y de los accionistas o si también incorporan la perspectiva de otros grupos relacionados, de los *stakeholders* y del mercado en general.

A lo largo de este capítulo se pretende revisar principalmente dos factores que determinan el esquema de gobierno corporativo adoptado por los países: el marco regulatorio y la estrategia

de negocio, insertos ambos en un contexto de mercado específico. El modelo de gobierno corporativo que se adopte, estará basado en el régimen legal que rija en los países, en los objetivos de la empresa, establecidos en el diseño de su estrategia y en la tendencia del mercado. El análisis del desarrollo de los mercados financieros solo será mencionado cuando el análisis así lo requiera, ya que el próximo capítulo estará dedicado a mirar este aspecto en detalle.

En la primera parte, se presentará un marco de análisis, identificando los distintos aspectos que influyen los modelos de negocio; así como la normativa que está en la base de los patrones de gobierno corporativo. Haremos también una revisión de la literatura que busca cuantificar los efectos de las leyes (corporativas y de valores) en el desempeño de las empresas, en un marco de desarrollo de los mercados de capitales. Ello ayudará a dimensionar la influencia de esos mercados en los modelos de gobierno corporativo.

A continuación, se hará una revisión y análisis comparativo de los principales modelos de gobierno corporativo que funcionan actualmente en la mayoría de las economías del mundo, identificando los grandes temas y tomando como referencia los estándares propuestos por la OECD, que a su vez recoge las experiencias de las distintas regiones del mundo y la forma como ellos son adoptados en cada modelo. Así, examinaremos los modelos basados en el derecho anglosajón (*Common Law*); en el derecho civil (Derecho Romano) de Europa Continental, tomando como ejemplo el modelo alemán. El modelo japonés y el de los países nórdicos, para terminar con una revisión los modelos vigentes en América Latina, particularmente los de los países integrantes de la iniciativa del Mercado Integrado Latinoamericano (MILA). Se identificarán las principales fortalezas y debilidades de los modelos en función de factores de cultura empresarial tales como: transparencia (revelación de información), trato equitativo de los accionistas (protección de inversionistas minoritarios), conflictos de agencia que involucran a accionistas, ejecutivos, y acreedores entre otros.

Todo este examen nos permite concluir con una propuesta de modelo de referencia (*benchmark*) que contribuya a la estandarización de los distintos modelos de gobierno corporativo y que además contenga los aspectos centrales que, a mi juicio, debería recoger un esquema de gobernanza esto es, el papel y estructura del consejo de administración o directorio, el papel de los presidentes del consejo, los comités corporativos, elementos que, en conjunto con la junta de accionistas, constituyen los órganos decisorios de la empresa.

II.1 Factores determinantes en el modelaje de gobiernos corporativos: el marco jurídico-regulatorio y la estrategia de negocio

a. El marco jurídico-regulatorio

Las condiciones económicas y de los mercados financieros explican en parte la evolución que el concepto de gobierno corporativo ha tenido a lo largo de los años. Según el análisis de la evolución de la Teoría de Agencia que hicimos en el capítulo anterior, los distintos modelos de gobierno corporativo tradicionalmente han respondido a la necesidad de que las decisiones de administración de las empresas salgan del ámbito de la estructura de propiedad, profesionalizando los procesos de decisión y generando controles al interior que puedan garantizar la adecuada ejecución de la estrategia empresarial. No obstante, estudios como el de McKinsey (2015) muestran que la tendencia de los próximos diez años será a un aumento de las estructuras de propiedad familiares en los mercados globales.³⁷

Las empresas familiares pueden crear modelos de propiedad inflexible y poco transparente, haciendo que los inversores ponderen más alto aquel gobierno corporativo, con una estructura de capital más disciplinada.

Un primer impacto de la evolución de una estructura de capital disciplinada ha sido sobre la estructura accionaria y de propiedad que habría mostrado una cierta tendencia a volverse más dispersa o difusa. Ello, como plantean Berle y Means (1932), permite despejar las dudas sobre el verdadero control de los accionistas respecto del desempeño de los directivos de la empresa, ambos accionistas y directores con intereses muy distintos.

El aspecto legal / regulatorio complementa el enfoque económico del gobierno corporativo, en virtud de que constituye el marco y determina las reglas en que las relaciones entre los

³⁷ De acuerdo a este estudio realizado por la consultora McKinsey & Company en octubre 2015, en el año 2010 menos de un tercio de las grandes compañías industriales de S&P 500 en países desarrollados permanecían como negocios familiares. Dichas familias son propietarias de una proporción de acciones que les permite influir en decisiones importantes como la elección del Presidente del Directorio y del CEO. En cambio, en las economías emergentes, la proporción de firmas de propiedad familiar era de aproximadamente el 60% de las empresas con ingresos de alrededor de mil millones de dólares. Según dicho estudio se espera que para el año 2025 la participación de grandes empresas de propiedad familiar en la economía mundial llegue a casi el 40%, frente a cerca del 15% en 2010. En América Latina entre el 70 y el 80% de las grandes empresas son de propiedad familiar. Atender esta situación será, en el largo plazo, un importante desafío de los gobiernos corporativos, no sólo para las empresas globales activas en los mercados emergentes, sino también para inversores potenciales que, deberán decidir el tipo de participación que desean tener en estas empresas de rápido crecimiento de la economía mundial. Ver: http://www.mckinsey.com/insights/winning_in_emerging_markets/the_family_business_factor_in_emerging_markets.

distintos actores se establecen a través de contratos. Al mismo tiempo proporciona elementos que explican el por qué existen mercados de capitales más o menos desarrollados en función, en parte, del nivel de protección a los inversionistas y de la capacidad de reparación de daños generados a su patrimonio. Según Denis y McConnell (2003) varios estudios empíricos señalan que una regulación que protege fuertemente a los inversionistas y el grado con que son cumplidas las leyes son factores necesarios para que los mercados financieros se desarrollen adecuadamente, conduciendo a un crecimiento económico mayor.

Como ya se mencionaba en el capítulo anterior, el factor legal afecta los llamados costos de agencia. Autores como López de Silanes (2010) señalan que el control sobre dichos costos a través de las leyes puede favorecer el desarrollo de los mercados de capitales. Sin embargo, el impacto sobre cada uno de los mercados de capitales difiere en función de las leyes que rigen el accionar de sus corporaciones. Un indicador clave de medición ha sido el derecho a voto de los accionistas. Ello influye en las decisiones de las empresas, y protege los intereses de accionistas e inversionistas.

La Porta, et. al. (1998), a través del diseño del Índice General de Protección de los Accionistas, mide algunos derechos que dan cuenta de la efectividad de una ley que busca proteger a los inversionistas. La medición del impacto se llevó a cabo durante los años noventa en 59 países de distintas regiones del mundo, diez de ellos Latino Americanos.³⁸ Lo interesante de esta medición es que las categorías utilizadas fueron codificadas según las leyes corporativas de cada uno de los países considerados, lo que de alguna manera garantizaba su aplicación al universo de empresas (listadas y no listadas en bolsa) de dichos países. Las diferencias entre países que se constatan en el análisis de los resultados, son atribuidas por los autores fundamentalmente a las tradiciones de los regímenes jurídicos basados unos en el derecho anglosajón (*Common Law*) y otros en el derecho romano (*Civil Law*) bajo el cual se rige un número importante de países incluyendo los de América Latina.

³⁸Los resultados para cada categoría del Índice de protección del inversionista (proxy por correo, acciones no bloqueadas, votación acumulativa / representación proporcional, capital para convocar a reunión extraordinaria de accionistas, derecho preventivo, minoritarios y derechos anti-directores) se encuentran en López de Silanes (2010). El resultado importante de esta medición es que el país promedio obtuvo tan solo un 2.6 de un máximo de 6.0 puntos. En el 2003 y con modificaciones a los marcos jurídicos de algunos de los países, en parte producto de los escándalos de principios de los años 2000, se recalcaron los índices para 72 países que en ese momento constituían el 99% de la capitalización del mercado mundial. Se incluyeron empresas que cotizaban en bolsa y otras que no. En este análisis la escala del índice general de protección de los accionistas pasó de 2.8 a 3.37, lo que puede explicarse en parte por las reformas a los marcos legales que se realizaron después de los escándalos financieros. Las cifras América Latina (incluidos 12 países) permanecieron prácticamente igual de bajas, el índice pasó de 2.25 a 2.54 en una década.

En la muestra utilizada por La Porta et al. (1998) se observa que, en general, la menor protección al inversionista está en los países de América Latina. Cabe señalar que el rezago jurídico de la región, respecto de otros países, por ejemplo de la OECD, se ha tratado de subsanar con las reformas a los marcos legales que regulan las empresas y los gobiernos corporativos llevadas a cabo en los últimos años en varios países de la región;³⁹ en algunos casos mediante reformas a las leyes de valores, cuyo objetivo principal es regular el comportamiento de los agentes del mercado, en otros simplemente modificando y fortaleciendo los códigos de buenas prácticas de gobiernos corporativos.

Aunque el objetivo de reforzar las regulaciones es compartido por muchos países, las razones que los llevaron a hacerlo han sido distintas en cada uno de ellos. En algunos casos, los escándalos financieros aceleraron el proceso, en otros, la necesidad de hacerlo nace del deseo de integrarse a los mercados globales y acceder a financiamiento externo, dado el tamaño reducido de sus mercados de capitales; y acompañar así las principales reformas estructurales.

López de Silanes (2010) analiza la regulación de gobiernos corporativos desde 1999 hasta la crisis financiera de 2008 y, a diferencia de lo argumentado por Coase (1960) y posteriormente por Easterbrook & Fischel (1984) y Macey (1994) quienes consideraban irrelevantes las leyes de valores para proteger los intereses de los inversionistas, sugiere que dichas leyes pueden complementar el derecho corporativo y extracontractual, lo que contribuye a resolver los conflictos en general, otorgando una mayor protección a los inversionistas a través de, entre otras cosas, establecer la obligación de divulgar la información relevante sobre las empresas.⁴⁰

En el caso particular de los países de América Latina el aumento de poderes a los reguladores del mercado y el fortalecimiento del poder judicial, en el marco de las reformas a las leyes del mercado de valores, podría repercutir positivamente en la protección de los derechos de los inversionistas. Un ejemplo es el reforzamiento de las leyes relativas a las transacciones encubiertas en beneficio propio (*self-dealing*).

³⁹ En Núñez, Oneto y de Paula (2010), se analizan los casos de Brasil, Chile, Colombia y México, poniendo en contexto los principales cambios en las normativas de gobiernos corporativos, como parte de las reformas de los mercados de capitales nacionales y de valores. En estos casos el objetivo de dichos cambios fue mejorar los mecanismos de mercado que contribuyan a profundizar los mercados de capitales, atrayendo financiamiento proveniente del exterior.

⁴⁰ Se han realizado estudios que intentan cuantificar el impacto de las leyes de valores en el desarrollo de los mercados de capitales, utilizando la categoría del suministro de información en distintos niveles: leyes que protegen la información privilegiada, la divulgación mediante las bolsas de valores, o bien a través de las leyes de OPV. Los tres niveles tienen un impacto positivo en la reducción de costos para acceder a recursos más baratos.

El índice y los subíndices generados por La Porta et al. (2008) miden el nivel de impacto de la aprobación de distintas medidas de aplicación pública y de aplicación privada dentro de las leyes de valores, para fortalecer las instancias reguladoras y garantizar así los derechos de los inversionistas. De acuerdo a sus resultados, aparentemente algunos de los impactos de las medidas públicas sobre el desarrollo de los mercados de capitales son menos significativos estadísticamente, salvo en dos situaciones, ante un incremento en el número de empresas nacionales que cotizan en bolsa por millón de habitante; y frente a un aumento del coeficiente de las ofertas públicas iniciales (OPI) en relación al PIB en un año promedio.

En cambio, la aplicación de medidas privadas arrojó resultados estadísticamente significativos en el estudio realizado por la Porta et al. (2008), incluso en un escenario de aplicación de medidas públicas, con burocracias públicas eficientes.⁴¹ Según López de Silanes (2010) lo que verdaderamente impacta es el establecimiento de reglas claras y simples que faciliten la aplicación privada de la ley como, por ejemplo, requisitos amplios de transparencia, mecanismos de divulgación de operaciones que plantean conflictos de interés, o procedimientos simples de recuperación de pérdidas de los inversionistas. Este tipo de elementos contribuyen positivamente al desarrollo de los mercados de capitales.

Entre los temas de gobierno corporativo, calificados como conflictos de interés, presentes en algunos de los escándalos corporativos durante la crisis de 2008 particularmente en Estados Unidos fue el relacionado con el pago excesivo a ejecutivos de las empresas, tema crecientemente considerado por las leyes de valores.⁴² Disposiciones dirigidas a marcos regulatorios, pueden impactar los costos contractuales privados y los que puedan surgir de la implementación de la ley misma (Hay, Shleifer y Vishny, 1996).⁴³

Cabe señalar que todas las leyes, incluida la de valores, requieren de un marco institucional eficaz que acompañe el régimen jurídico. La protección de los derechos de los inversionistas debe ser garantizada por un sistema de tribunales que imparta justicia eficiente y

⁴¹ Autores como Jackson y Roe (2008) sostienen que la aplicación de medidas públicas importa tanto o más que la revelación de información que sugiere La Porta et al. (2006) en su estudio; aunque ninguno de los resultados es definitivo.

⁴² Durante la crisis se produjo una mezcla de hechos que incluye la divulgación de información insuficiente, el mal funcionamiento de mecanismos de control interno, que incluye los préstamos y compensaciones excesivas a ejecutivos, la recompra de títulos propios, la fijación de precios y activos sobrevalorados.

⁴³ Aunque esto no resuelta en su totalidad el tema de la protección de los inversionistas, ya que gran parte de los contratos establecidos entre las partes cae en el ámbito del derecho privado y donde las instituciones reguladoras tienen un bajo margen de maniobra para proteger al inversionista frente al incumplimiento.

adecuadamente (*enforcement*). La calidad de las instituciones se ha convertido en un factor determinante de las decisiones de inversión, pero también de la efectividad de los modelos de gobierno corporativo. Mediciones periódicas por parte de entidades como el Banco Mundial, o las agencias calificadoras de crédito (Moody's, Standard & Poors, Fitch, entre otras) ponderan en sus modelos de evaluación la calidad de la institucionalidad de los países.

Respecto a las instituciones, el tema de la corrupción ha sido un aspecto que ha motivado esfuerzos importantes a nivel internacional y de las autoridades nacionales, especialmente en las economías más desarrolladas. Un informe reciente de OCDE (2014) centra la atención en el tema del soborno entre instituciones públicas y empresas financieras y no financieras en sus países miembros. La llamada Convención Anti Soborno de OECD, que también ha sido llevada a otras instancias como el Grupo de los Veinte (G20), presentaron los resultados correspondientes al período 1999 – 2014⁴⁴. Esta evaluación evidencia el nivel de efectividad del sistema jurídico, de las instituciones judiciales, de las autoridades supervisoras y de los canales de suministro de información.

La información contable de las empresas es central en la medición del desempeño de los negocios. La transparencia de dicha información, que proveen los distintos agentes de mercado, proporcionada responsablemente al mercado, asegurándose de su veracidad y periodicidad. Temas del interés de los actores públicos, que está en estrecha relación con la protección de los derechos de los inversionistas y con la efectividad de las instituciones. Este tema además de ser del ámbito de las leyes de valores, puede constituirse en un elemento tangible de la medición de la calidad de los gobiernos corporativos.

El marco normativo debiera proteger a los inversionistas. Sin embargo, muchas de las acciones de las empresas no siempre son motivadas por las normas; probablemente estas ni siquiera las reconocen.⁴⁵ Son situaciones como esas, las que conducen a las empresas y a los inversionistas al ámbito de los contratos, uno de cuyos efectos es encarecer las operaciones

⁴⁴ La OECD (2014), en un reporte recientemente entregado sobre los resultados de la Convención sobre el combate al soborno (Convention on Combating Bribery of Foreign Public Officials in International Business) constata que de un total de 427 casos (263 individuos y 164 entidades) en proceso judicial entre febrero 1999 y junio 2014, en 53% de los casos estuvieron involucrados gerentes corporativos (41%) o CEO's (12%) en 4 sectores económicos: extractivo 19%, construcción 15% , transporte y almacenaje 15% e información y comunicaciones. El 57% de los casos de soborno obtuvieron contratos de compras públicas. El 75% de los pagos por soborno fueron a través de intermediarios. El 69% de los casos recibieron sanciones.

⁴⁵ En muchos de los países donde rige la tradición del Derecho Romano (*Civil Law*), como es el caso de los países de América Latina, rigen las costumbres, las familias, las normas no escritas, basado en la premisa de "lo que no está prohibido está permitido".

(con impacto en costos de agencia), y también la acción de la justicia. Algunos movimientos de las empresas sólo se deben a estrategias deliberadas, que buscan generar por ejemplo la confianza de los proveedores de recursos externos para acceder a financiamiento. La devolución de los flujos de caja a los inversionistas es un ejemplo de ello. Independientemente de que la ley obligue o no a la repartición, se trata de una decisión del consejo de administración o directorio que genere confianza y repercuta en un mayor acceso a financiamiento en un futuro.

No parecería tan obvia la relación entre la protección de los inversionistas y la profundidad de los mercados de capitales. En ocasiones esta relación pasa por otros factores nacionales que pueden ser de carácter político, geográfico, económico y no solamente jurídico, que pueden afectar el desempeño de los mercados de capitales. Sin embargo, a lo largo de los años se han realizado mediciones en relación a la importancia y desarrollo de estos mercados; la más utilizada es la del coeficiente del valor de todos los títulos que cotizan en bolsa de valores de los países como proporción del producto interno bruto (PIB). Una medición que, además de complementar el análisis realizado por Danya et al. (2007) sobre accionistas dominantes y la estructura de un directorio independiente, complementa el análisis de las bolsas de valores con relación al PIB, relación basada en el porcentaje de acciones que no son controladas por los accionistas mayoritarios o dominantes. La suma de ambos análisis podría contribuir a dimensionar de manera más certera el potencial de un mercado de capitales.

La conjunción de todos los elementos planteados por López de Silanes (2008) posibilitan el modelaje de la relación protección del inversionista - desarrollo de los mercados de capitales, para todos los países considerados en su análisis (de OECD y de América Latina). Por su parte, el modelo desarrollado por La Porta et al. (2008) muestra todo tipo de correlaciones, utilizando variables macroeconómicas⁴⁶ (tamaño y crecimiento del PIB), del marco legal y de aplicación de la ley (estado de derecho). Algunos de los resultados arrojados por dicho modelo confirman que la variable estado de derecho (administración de justicia) impacta significativo en casi todas las mediciones del desarrollo de los mercados de capitales. De ello es posible deducir que los sistemas jurídicos menos eficientes conducen a mercados de capitales menos desarrollados.⁴⁷

⁴⁶ Estas variables cuentan con mediciones de más de 20 años, razón por lo cual fue seleccionada por La Porta et al. (2008) y Djankov et al. (2008)

⁴⁷ Por ejemplo, usar la regulación para evitar el *self-dealing* que impacta significativamente el desarrollo de los mercados de capitales, a través de afectar la capitalización bursátil en relación al PNB y el tamaño de los mercados.

Los resultados del modelo de La Porta et al. (2008) también apuntan hacia la necesidad de promover reformas que promueva y fortalezcan la divulgación de información (*disclosure*). Con ello, los inversionistas contarían con un mayor poder para actuar, con un impacto más directo sobre el desarrollo de los mercados de capitales nacionales.

Por último, los principales hallazgos del modelo de La Porta et al. (2008) también corroboran la hipótesis de que parte del desarrollo de los mercados de capitales en los países de la OCDE y de la situación deficiente de los mercados financieros de América Latina, se debe a los distintos niveles existentes de protección a inversionistas, establecidos en las legislaciones nacionales y al grado de aplicación de la ley (*enforcement*) en los países de ambas regiones (OCDE – América Latina).

En América Latina, el aumento de poderes a los reguladores del mercado y el fortalecimiento del poder judicial, en el marco de las reformas a las leyes de valores nacionales y la armonización de leyes (ejemplo el MILA) a nivel regional, buscan repercutir positivamente en la protección de los derechos de los inversionistas transparentando los mercados donde operan. Sin embargo, esto no es suficiente para resolver el tema de la protección de los inversionistas en su totalidad, ni tampoco asegura la plena competencia, debido en gran medida a un problema en que las instituciones fiscalizadoras tienen un margen de maniobra limitado, además de que gran parte de los contratos establecidos entre las compañías cae en el ámbito del derecho privado, donde las instituciones reguladoras tienen una capacidad de acción prácticamente nula.

b. La influencia de la estrategia empresarial en un gobierno corporativo eficiente

El interés de una compañía por aumentar su valor, maximizar la riqueza neta y mejorar el desempeño de su gobierno corporativo en el largo plazo, pasa por abordar aspectos vulnerables de las organizaciones, de exclusiva responsabilidad de los órganos decisorios de las mismas y que se encuentran insertos en realidades económicas, políticas y sociales particulares. Algunas de estas realidades se asocian a factores como el tamaño de los mercados de capitales donde se desarrollan los negocios, una fuerte penetración del sistema bancario en el financiamiento de largo plazo de las empresas, una baja inversión de capital de riesgo, una mayor presencia de los Estados en la estructura de propiedad y en el control de las empresas, etc. Aspectos que, además de estar relacionados con la efectividad de los sistemas

de administración empresarial, son producto de la definición de una estrategia y de un sistema de controles empresariales, internos y externos.

En una organización donde la propiedad está separada del control de la empresa, la estructura del gobierno corporativo, que involucra a los accionistas (propietarios), al consejo de administración y a la alta dirección, adquiere especial relevancia, ya que en torno a ella se definen los sistemas de control (Berle y Means, 1932). Los mecanismos de control internos y externos desarrollados por las compañías responden a la necesidad de limitar por un lado la capacidad directiva, cuando se excede en sus atribuciones (externa) y las acciones de aquellos grupos que influyen sobre los objetivos de la organización (interna). En el centro del debate está siempre la relación que se establece entre los propietarios y el consejo de administración y de este último con el plano ejecutivo de la empresa. Para Mintzberg (1991), los accionistas forman parte del control externo, junto con otros grupos interesados en el desempeño de la empresa como son los trabajadores, los sindicatos, clientes, proveedores, etc. que limitan, a través del accionar del consejo de administración, las atribuciones de los directivos de la empresa en sus distintos niveles.⁴⁸ Los mecanismos de control interno de la empresa ponen límites a la discrecionalidad directiva a través de la estructura del consejo de administración, su sistema de remuneraciones por incentivo (Fama, 1980), de la estructura de capital, (Jensen y Meckling, 1976), y de la estructura de propiedad, que incluye la concentración y distribución de la propiedad accionaria⁴⁹ y la administración del capital de la empresa (Sheifer y Vishny, 1997).

En torno al objetivo de incrementar el valor de las compañías está también la necesidad de alinear las acciones e intereses de los accionistas, gerentes, acreedores y otros grupos interesados o *stakeholders*. Estos actores, al interactuar, se enfrentan a posibles conflictos de interés (internos y externos). La acción preventiva del uso de los principios y herramientas de los modelos de gobierno corporativo puede resultar de utilidad; especialmente en la autoevaluación del desempeño de los consejos de administración (directorios) y en la solución

⁴⁸ Mintzberg (1991) plantea que la estructura de una empresa va de menor a mayor nivel de autoridad. Cuenta con un área estratégica conformada por la relación entre el presidente ejecutivo y los consejeros delegados (comité ejecutivo y staff del presidente); un área operativa conformada por dos niveles: los directivos de división, departamentos, etc. y la tecnoestructura compuesta por: analistas, especialistas o expertos en las distintas áreas de la dirección.

⁴⁹ Fox y Hamilton (1994) clasifican el control en mayoritario, cuando más del 50% del capital está en manos de un accionista o un grupo accionario; y minoritario, cuando un accionista o un grupo accionario tiene suficientes votos (entre 15 y 50% representado en el consejo) como para controlar la compañía; en conjunto, la existencia de una fuerte relación entre la minoría y la dirección con control directivo por parte de esa minoría (10-15% de los votos o 5% con representación en el consejo e involucrado en la dirección); y cuando la propiedad es tan dispersa que no existe ni un accionista ni grupo que tenga un control minoritario que a su vez ejerza control sobre las decisiones de la empresa.

de potenciales problemas de agencia⁵⁰ y/o deficiencias de la regulación. Asimismo, estructurar la distribución de poder y las responsabilidades de los actores (accionistas, directores y gerentes), transparentar los procesos de toma de decisiones y la información que sustenta dichas decisiones, y dar herramientas para el control y supervisión de las decisiones de la alta dirección de la empresa, son todos elementos que están en la esencia del gobierno corporativo.

La falta de información financiera de la empresa, necesaria para la definición de la estrategia, algunas veces dificulta la definición de las prioridades estratégicas y la identificación de oportunidades que crean valor en la compañía.⁵¹ Para la definición de la estrategia se consideran indicadores como crecimiento de mercado, cambios en precios, investigación y desarrollo, ventas y gastos administrativos, etc. los cuales ayudan a definir la prioridad, el crecimiento o las ganancias; lo que afecta directamente la estructura de capital de la empresa.

Algunas veces esta definición no es compartida por el conjunto de los actores clave de la empresa. Según una encuesta realizada por McKinsey & Co y aplicada a 772 directores en el 2013, el 74% de los encuestados declararon ser miembros de directorios de empresas “públicas” (en la acepción inglesa de “listadas en bolsa”). Solo el 34% de los directores encuestados dijeron que sus directorios conocían plenamente las estrategias de sus empresas. El 47% de los entrevistados identificaron a los directorios como los responsables del mayor énfasis en las ganancias financieras de corto plazo. La percepción reflejada en el informe final de McKinsey, es que los directorios no cumplen con su misión principal, que es la de proveer vigilancia y apoyo estratégico a los esfuerzos de la administración para crear valor de largo plazo: “la mayoría de los directores no entienden la estrategia de las empresas y priorizan las ganancias financieras de corto plazo a expensas de crear valor en el largo plazo”. (Barton y Wiseman, 2014)

El diseño de la estrategia de una empresa requiere alinear su potencial de creación de valor con las prioridades de inversión. Ello se logra a través de fomentar un compromiso compartido de hacer de la creación de valor la métrica determinante para las decisiones sobre las

⁵⁰ Dos tipos de problemas de agencia en GC: 1) en mercados financieros con empresas de propiedad dispersa, y accionistas poco involucrados en la administración (EE.UU. y Gran Bretaña), la discusión de los problemas de agencia se centra en cómo alinear los intereses de la administración con los de los accionistas; y 2) en mercados con empresas de propiedad concentrada, con propietarios muy involucrados en la administración de las compañías (caso de países de América Latina), el problema se da a nivel de la relación de los accionistas mayoritarios versus los minoritarios.

⁵¹ Métricas como el retorno de la inversión de capital (ROIC siglas en inglés) o el costo de capital promedio ponderado (WACC siglas en inglés) no reflejan las causas verdaderas de la creación de valor y pueden ser indicadores poco confiables del valor en el largo plazo de una empresa.

prioridades estratégicas, los objetivos de negocios particulares y la asignación de recursos correspondientes. En la identificación de las actividades que crean valor en la compañía, la definición de prioridades (crecimiento o ganancia) en la estrategia es clave. De esta definición dependerá el establecimiento de incentivos que favorezcan a una u otra prioridad dentro de la estrategia. (McKinsey, 2013)

Por tanto, la definición de la estrategia de las empresas refleja el funcionamiento adecuado de los gobiernos corporativos y también marca los límites del deber fiduciario de los directores o miembros del consejo. Si bien las decisiones sobre la estrategia de la firma están estrechamente asociadas al *core business* de la empresa, también lo estarán a las condiciones económicas y al acceso a los mercados financieros de los países.

Modigliani & Miller (1958) señalaban que si un mercado de capitales es eficiente entonces la estructura de capital de la firma no tendría impacto sobre su valor de mercado. Esto significa que la razón deuda / capital de una firma no va a impactar el costo de financiarse en el mercado de deuda o de capital. No existe una estructura óptima de financiamiento, sino distintas formas de financiarse con costos mínimos para la firma, que reduce óptimamente el costo de la deuda y del capital. Jensen y Meckling (1976), señalan que los agentes tienen un fuerte incentivo por conseguir capital en el mercado con bajos costos, por lo que eligen una estructura de capital que minimice los costos totales.

II.2 Estándares y códigos internacionales de gobierno corporativo. En busca de la estandarización.

Como ya se ha señalado, uno de los efectos de las crisis financieras ha sido el aumento de los problemas de agencia entre accionistas y administradores (principal-agente) y entre accionistas mayoritarios y minoritarios (principal-principal), generando discrepancias en cuanto a la mejor forma de enfrentar dichos problemas. Algunos autores agregan una tercera categoría de conflicto, que es la que se produce entre los accionistas y los acreedores, este tipo de conflictos son generados por situaciones variadas como, por ejemplo, de insolvencia que impide el cumplimiento de los compromisos.⁵² Pero también el sobre apalancamiento de las empresas que les ha impedido enfrentar sus compromisos financieros, incluso llegando en algunos casos hasta el punto de la quiebra.

⁵² Este caso fue mucho más palpable entre firmas del sector financiero como producto de la crisis de 2008.

En los últimos años se han generado distintos tipos de indicadores que intentan medir la calidad y el desempeño de los gobiernos corporativos en temas particulares que impactan la toma de decisiones y el funcionamiento de las empresas. Así por ejemplo, el “Institutional Shareholder Services” (ISS) creado en 2014 es un índice de gobierno corporativo que incluye 52 categorías que miden entre otras cosas: la importancia de la estructura y los procesos de directorio y la constitución de fuero corporativo en *poison pills*, compensaciones a gerentes y directores y propiedad de acciones entre otros.⁵³ La medida GIM incluye 24 categorías de gobierno corporativo, compiladas por el Investor Responsibility Research Center (IRRC), que buscan medir el desempeño de los gobiernos corporativos en procesos de fusiones y adquisiciones. Algunas de dichas categorías son: *poison pills*,⁵⁴ *golden parachutes*,⁵⁵ directorios clasificados y reglas de super-mayoría para aprobar las fusiones de la empresa.

En 2003 y después de los escándalos financieros del 2002, Standard & Poor’s (S&P) diseñó una metodología de medición del gobierno corporativo. El objetivo era generar un índice y un *benchmark* de los derechos de los inversionistas, la calidad de la revelación de información, la efectividad del directorio y otras características del gobierno corporativo sobre principios generales de imparcialidad, transparencia, rendición de cuentas y responsabilidad.

Los principios que engloban el conjunto de aspectos del gobierno corporativo del mencionado índice y que se refieren tanto a su dinámica interna, como a la forma en que están sujetos a las disposiciones legales que establecen límites claros de comportamiento, da cuenta de aspectos específicos de los países en esa materia.⁵⁶ A través del índice se ha recogido información sobre la protección de los derechos de los accionistas minoritarios, la que difiere de un país a otro; también se han podido observar los efectos que produce el gobierno corporativo sobre la calidad del crédito, concluyendo que ellos son indirectos. Sin embargo, factores como la estructura de propiedad, la administración, el control y la revelación de información son temas ya incluidos en el proceso de calificación de crédito, aunque el grado de influencia puede variar con relación al análisis del conjunto del gobierno corporativo.

⁵³ Para más detalle sobre el Índice ISS ver: https://www.issgovernance.com/file/products/quickscore_techdoc.pdf

⁵⁴ *Poison pills*, se refiere a operaciones defensivas contra una OPA hostil. La sociedad amenazada puede conceder a sus actuales accionistas el derecho a suscribir acciones preferentes que, de producirse la adquisición no deseada, serían convertibles en acciones de la sociedad adquiriente o deberían ser recompradas por la misma sociedad.

⁵⁵ *Golden Parachute* es un paquete de beneficios e indemnizaciones extraordinarios en casos excepcionales incluidos en los contratos de trabajo de los directores ejecutivos en la empresa.

⁵⁶ La metodología mencionada incluye alrededor de 15 indicadores a través de los cuales se recoge información relevante para el análisis - país que, sobre: la estructura legal, regulatoria, contable e institucional.

Los resultados fueron enmarcados en cuatro categorías o componentes generales.⁵⁷ Los cuatro componentes son: 1) estructura de propiedad, categoría que incluye la transparencia de la estructura, concentración e influencia de la propiedad, los grupos externos interesados en la propiedad y en el control de la compañía, y el tipo de conflictos que puede generar la estructura de propiedad; 2) los derechos de los accionistas y el papel de los grupos interesados, categoría que incluye las reuniones de accionistas y los procesos de votación, así como los derechos de propiedad, la defensa de adquisiciones y la relación formal con grupos interesados. Esta categoría se refiere a los derechos de propiedad y la protección a accionistas minoritarios; 3) la transparencia, la revelación de información y la auditoría, categoría que incluye los contenidos de la información pública revelada, los tiempos de acceso a la información pública y el proceso de auditoría. Su objetivo es el acceso a la información financiera y operacional relevante para la toma de decisiones; y por último 4) la estructura e independencia del directorio, el papel y efectividad de los directorios y la compensación a directores y ejecutivos. Esta categoría incluye, además, las políticas de sucesión, fijación de pagos a los ejecutivos y la alineación de esto con los intereses de los accionistas. Cabe señalar que, cada uno de los aspectos analizados por la metodología elaborada por S&P se corresponden con los elementos centrales de un marco normativo de gobiernos corporativos.

En ese espíritu de medición del desempeño de las empresas y a raíz de la crisis de 2008, que produjo un aumento importante de la deuda de las empresas, particularmente de las economías emergentes, entre las cuales se encontraban países de América Latina En el 2012, la CEPAL en conjunto con la CAF-banco de desarrollo de América Latina y el Banco Interamericano de Desarrollo (BID) construyeron un indicador (*benchmark*), cuyo objetivo fue medir el desempeño del gobierno de veintidós empresas emisoras de deuda corporativa internacional de cinco países de la región. Se trata de un instrumento basado en preguntas que resultan en una respuesta binaria, normalizada entre cero (0) y diez (10).

Originalmente, el indicador fue construido para evaluar directamente el desempeño del gobierno de las empresas en la emisión de deuda, sin embargo, su utilidad ha podido extenderse a la evaluación de las leyes y códigos de buenas prácticas vigentes que rigen el desempeño de los gobiernos corporativos en los países. Para esta tesis, se adaptó el instrumento para medir la normativa de los países del MILA y de Brasil sobre la materia. Los

⁵⁷ Dichos componentes coinciden con las categorías propuestas por la OECD en los Principios de Gobiernos Corporativos y en los modelos de gobiernos corporativos.

resultados constituirán la variable gobierno corporativo para el modelo *probit* que se presenta en el cuarto y último capítulo de esta tesis.⁵⁸

A continuación, se hará una revisión de los regímenes jurídicos en los que se insertan los distintos modelos de gobierno corporativo vigentes y que recogen algunos principios universales que buscan estandarizar los mecanismos de toma de decisiones de las corporaciones a nivel internacional.

II.2.1 El escenario internacional.

La literatura sobre los distintos modelos de gobierno corporativo coincide con la existencia de dos grandes corrientes: 1) el modelo anglosajón basado en el derecho común, asociado a Estados Unidos, al Reino Unido, Australia, Canadá y otros países de cultura jurídica similar. En él predomina un consejo de administración no siempre totalmente independiente de la gerencia, caracterizado por una cierta pasividad de los accionistas y por mercados activos en el control corporativo. 2) el modelo europeo o basado en el derecho civil representado por Alemania, Francia, países de América Latina, entre otros. En este segundo modelo, los consejos de administración son más activos e independientes de la gerencia y se desarrollan en mercados limitados para el control corporativo. (Gedajlovic y Shapiro, 1998)⁵⁹ A estos dos modelos hay que agregar un tercero, el modelo japonés, que aun cuando pretende efectos similares al europeo, se basa en un sistema distinto, asociado a coaliciones de accionistas activos. Se agrega el modelo nórdico, con diferencias notables respecto al europeo.

A lo largo de este capítulo se ha mencionado el papel del desarrollo de los mercados de capitales en el diseño de los modelos de gobiernos corporativos. En el caso del modelo

⁵⁸ En el capítulo IV se hará una descripción más detallada del indicador y se presentarán los resultados de la medición de la normativa. Cabe señalar que la CEPAL ha continuado trabajando en el perfeccionamiento del indicador y en la medición del desempeño de los gobiernos corporativos en otras normativas como son las que rigen las fusiones y adquisiciones (F&A). Ello ha planteado un desafío importante ya que ambas normativas de gobierno corporativo y de F&A corresponden a ámbitos distintos. La primera se genera en el mercado de valores mientras que las segundas en el ámbito de las leyes comerciales. Actualmente se lleva a cabo una evaluación de la normativa de gobierno corporativo en materia de F&A a través de este indicador adaptado, así como también una evaluación del gobierno corporativo de empresas involucradas en algunas de las principales operaciones de F&A ex ante y ex post a dicho proceso. Se evalúa el desempeño de la empresa *target* (adquirida) y la empresa que la adquirió. Posteriormente se observa si hubo alguna mejora y en qué aspectos y si estos están con la norma local o van más allá.

⁵⁹ El elemento que inspira el análisis de los modelos de gobierno corporativa es la separación entre la propiedad y el control de la compañía propuesto por Berle y Means (1932), reforzado posteriormente por la teoría de la agencia propuesta por Fama y Jensen (1983). Cuya premisa principal es que los administrados y propietarios pueden tener intereses distintos. Lo que está detrás es la hipótesis de que la alta concentración de la propiedad está asociada con la alta rentabilidad.

anglosajón esta influencia es muy clara, especialmente cuando se analiza la asignación de propiedad y los derechos de control al interior de las compañías, los cuales son determinados por las actividades del mercado de capitales. En este modelo el papel preponderante de los consejeros independientes y los accionistas individuales es el ingrediente central.

Distinto es el caso del modelo que predomina en Europa, particularmente el alemán, en donde los accionistas tienen intereses comunes con la organización y participan directamente en su administración y control, mostrando además una mayor concentración del capital en pocas manos. La gerencia representa distintos grupos, con intereses asociados al accionar de la empresa (empleados, sindicatos, etc.), frente a los accionistas, los cuales pueden llegar a intervenir en los sistemas de administración, aunque esta no sea considerada una prerrogativa.

El patrón de gobierno corporativo imperante en Japón está basado en un concepto de conglomerado distinto, compañías con intereses comunes con estrategias similares que se juntan con grupos interesados (*stakeholders*) y su patrón de gobernanza dominado por dos esquemas de relación: uno, entre los accionistas y los grupos interesados y otro, entre los administradores y los grupos interesados donde se incluye a los gerentes.

En América Latina, a pesar de las importantes reformas en materia de gobierno corporativo de los últimos años (la mayoría de ellas insertas en reformas a las leyes de los mercados de capitales), la relación se presenta entre los accionistas y los consejos de administración y entre estos y el nivel ejecutivo/gerencial. Es un prototipo que aun muestra debilidades y requiere de mejoras especialmente en temas de derechos (protección de los accionistas minoritarios y mecanismos de revelación de información) y en la relación con los grupos interesados en actividades de la empresa como son los trabajadores, sindicatos, etc.

a. Modelos de gobiernos corporativos basados en el Derecho Común (*Common Law*): los casos de Estados Unidos y Reino Unido

En términos generales este modelo está más orientado al mercado y desarrollado en Estados Unidos y Gran Bretaña. Incluye mecanismos de monitoreo y su principal objetivo es generar valor a los accionistas. Desde su origen, el modelo anglosajón ha estado dirigido fundamentalmente a las actividades de los mercados financieros, especialmente a la industria bancaria, extendiéndose cada vez más a otros negocios del mercado de capitales. Este modelo se ha inspirado en la necesidad de combatir la concentración excesiva de la propiedad. Sin embargo, con los años y en parte como producto de episodios de crisis financieras, el poder de muchos de los conglomerados económicos ha crecido de manera importante. La normativa por

su parte ha buscado ampliar su ámbito de acción desde el mercado financiero hacia las empresas no financieras, que en su mayoría acceden a dicho mercado.

Como se pudo observar en el apartado anterior, el cambio en las estrategias empresariales y la mayor injerencia de los inversionistas, (especialmente los institucionales) entre otros factores, ha hecho mucho más relevante la influencia de los consejos de administración (directorios) en ciertos aspectos de las prácticas de gobierno, tales como la revelación de información.

En realidad, el diseño del modelo anglosajón considera de manera dominante la influencia de los mercados de capitales externos (a través de fusiones y adquisiciones y el control de las transacciones en valores, como la emisión de deuda) e internos, con activos muy líquidos en mercados de control y con una proporción considerada de empresas cotizantes. Por lo mismo, es un modelo que promueve estructuras de capital dispersas en las empresas con consejos de administración externos e independientes y con alta remuneración.

El modelo anglosajón considera tres instancias: accionistas, directores, y administradores. La ley limita la participación de los accionistas en las actividades de la empresa; en ese sentido su poder es circunscrito al de los administradores, aunque eligen a los miembros de la junta de administración o directorio. El agente o administrador es el responsable del desempeño de la administración y ejecución de la estrategia de negocio ante el consejo de administración o directorios y ante los accionistas quienes, en su mayoría, muestran interés principalmente en las actividades rentables y en los dividendos y muy poca atención a los temas de administración.

Una característica que identifica al modelo anglosajón es la construcción de una institucionalidad en torno al buen funcionamiento de la estructura de gobierno corporativo, que garantice una adecuada relación entre accionistas y reguladores y promueva la ética en los negocios. En este modelo son las instancias reguladoras las que protegen a los inversionistas a través de, entre otras cosas, la implementación de prácticas de gobierno corporativo.⁶⁰

Un ejemplo de ello han sido las acciones tomadas por las instancias reguladoras de Estados Unidos desde la crisis financiera del 2002 en que fue aprobada la ley conocida como Sarbanes –Oxley, cuyo principal objetivo era garantizar la revelación de información financiera “completa,

⁶⁰ Las normativas son complementadas por los códigos de buenas prácticas, patrocinados por las bolsas de valores, que cubren aspectos no considerados por las leyes, dándoles un carácter voluntario.

justa y precisa” de las corporaciones y evitar así acciones poco transparentes en la toma de decisiones de empresas globales, reflejadas en las auditorías.

Ejemplos típicos de esa actividad poco transparente fueron, en la década pasada, los de Enron y WorldCom en Estados Unidos y Parmalat en Europa.⁶¹ Posteriormente, la crisis financiera de 2008 y las malas decisiones y prácticas de empresas (financieras y no financieras) dieron origen a la Reforma del Sector Financiero conocida como la Ley Dodd-Frank (2010) una transformación no solo de la norma sino de la institucionalidad⁶² de gran magnitud, con impacto universal de la regulación financiera en los Estados Unidos (Núñez y Velloso, 2010). Además de generar cambios en el *enforcement*, se obliga a las empresas a revisar las decisiones relacionadas con sus estrategias de negocio.⁶³

La normativa internacional también ha acompañado el proceso de fortalecimiento del sistema financiero impulsado durante el período reciente, después de la crisis financiera internacional. Ese ha sido el caso del Acuerdo de Basilea aprobado en medio de la crisis con el nombre de Basilea III, dirigido fundamentalmente al sector bancario, pero con importante impacto en el conjunto del sector financiero.⁶⁴

En el anexo 1 se muestra un análisis comparativo entre los principales aspectos, desde una perspectiva de gobierno corporativo y la cobertura dada por los tres marcos normativos, antes mencionados, aprobados en distintos momentos respondiendo a situaciones y con impacto universal: Sarbanes – Oxley, Dodd – Frank y Basilea III, utilizando como referente las

⁶¹Para un análisis más detallado sobre la crisis del 2002, la Ley Sarbane – Oxley y los escándalos de Enron, WorldCom y Parmalat ver: Shue-Acquaye, F. The Corporate Governance Issues: United States and European Union. Shu-Acquaye EIC Edts. <http://www.hjil.org/articles/hjil-29-3-shu-acquaye.pdf>

⁶² Algo novedoso ha sido la creación, en 2010, de una agencia gubernamental independiente llamada *Consumer Financial Protection Bureau* responsable de proteger a los consumidores en el sector financiero. Su jurisdicción incluye a los bancos, uniones de crédito, firmas de seguros, prestamistas, operadores de hipotecas, servicios de ayuda los embargos, recaudadores de deudas y todo tipo de compañías del rubro financiero que operan en los Estados Unidos.

⁶³ Cabe mencionar que algunos de los escándalos del sector financiero (Banco HSBC, Barclays o el Banco de Andorra) han sido detectados, en gran medida, gracias a la acción de la Security and Exchange Commission (SEC), ente regulador de los Estados Unidos.

⁶⁴ Según el Bank for International Settlements, "Basilea III" es un conjunto integral de reformas elaborado por el Comité de Supervisión Bancaria de Basilea para fortalecer la regulación, supervisión y gestión de riesgos del sector bancario. Estas medidas persiguen: mejorar la capacidad del sector bancario para afrontar tensiones financieras o económicas de cualquier tipo; mejorar la gestión de riesgos y el buen gobierno en los bancos; y reforzar la transparencia y la divulgación de información de los bancos. http://www.bis.org/bcbs/basel3_es.htm

principales características del indicador de gobiernos corporativos propuesto por CEPAL-CAF-BID.

Acompañan a la estructura de gobierno corporativo, códigos de conducta ética dirigidos a los consejos de administración, que desde los años noventa reabren la discusión sobre la efectividad de los gobiernos y que dan origen a una serie de informes como el GM de Estados Unidos (1997), el Cadbury del Reino Unido (1992), el Dey (Comité del Mercado de Valores de Toronto) Canadá (1994), el de la misma OCDE (1998) entre otros y que buscaban, fundamentalmente, influir en la función de supervisión, en la estructura, composición y tamaño de los consejos de administración, así como en la necesidad de separar el papel del presidente del consejo de la dirección ejecutiva y el aumento del número de consejeros independientes. Las disposiciones contenidas en dichos códigos tienen un carácter voluntario que responde al principio “cumpla o explique”. Sin embargo, dado que la mayor parte de ellos se alojan en las bolsas de valores, estos se convierten en una fuente de información para los inversionistas.

De acuerdo a los resultados del estudio realizado por Gedajlovic y Shapiro (1998), tanto en Estados Unidos como en el Reino Unido los grandes accionistas son crecientemente inversionistas institucionales, particularmente fondos de pensiones y fondos mutuos, los cuales invierten a nombre de terceros. La relación entre la gerencia y los inversionistas institucionales se ha convertido en una característica relevante de este modelo, particularmente en Estados Unidos, debido a una serie de errores continuos en los mecanismos de control interno y externo de las compañías que ha hecho que participen activamente en los consejos.

En el caso del Reino Unido, predomina el desarrollo de un mercado corporativo basado en transacciones bursátiles y tomas de control, algunas hostiles, enfrentando mayor resistencia por parte de los ejecutivos. (Agüero, 2009) La estructura de propiedad está caracterizada por una propiedad altamente dispersa; el bloque mayoritario no supera el 10% y corresponde, por lo general, a fondos de pensiones y compañías de seguros. Si bien los bancos no controlan a las corporaciones, como en las compañías europeas, en el caso de las emisiones de acciones y bonos los bancos colocadores (de inversión) controlan, a través del monitoreo, gran parte de las prácticas de los gerentes.

En cambio, la aplicación del modelo en Estados Unidos (EU) ha estado circunscrita a un ambiente de fusiones y tomas hostiles en un marco de esquemas predominantemente de integración vertical de las empresas, aunque con la creación de la *Security and Exchange*

Commission en 1934 se produjo una separación de los bancos comerciales y los bancos de inversión.⁶⁵

Vale la pena mencionar el modelo canadiense, que ha sido ubicado entre el modelo anglosajón y el europeo. Como consecuencia de la estructura concentrada de propiedad, los consejos de administración de empresas canadienses, tienden a tener una representación significativa de un accionista y es común el caso en que las posiciones de ejecutivos y presidentes estén separadas. Sin embargo, este modelo no está basado en la presencia de grupos de interés, ya que los bancos, proveedores y empleados no están representados en el consejo. Canadá muestra grandes niveles de concentración de propiedad, lo cual sugiere de hecho que el poder de los accionistas es más grande.

Algunos autores consideran el caso canadiense como único ya que, como economía más pequeña que la estadounidense, puede ser que los gerentes o ejecutivos estén expuestos a restricciones externas por su alto poder discrecional. Sin embargo, la concentración natural de propiedad de las empresas puede indicar que los gerentes también pueden estar enfrentando restricciones internas.

Generalmente, en los países donde se implementa el modelo anglosajón las reglas de revelación son más estrictas, particularmente en Estados Unidos y Canadá, cuya normativa incluye bastantes requisitos de revelación de información. A diferencia de lo que sucede en Alemania donde la normativa en la materia es más laxa.

b. El Modelo europeo-continental de gobierno corporativo: el caso de Alemania

El modelo de Europa Continental, basado en el derecho civil (*Civil Law*) domina una marcada concentración del poder de voto: en consecuencia, el problema de agencia más notorio es entre los accionistas controladores y los accionistas minoritarios (Becht y Roel (2002)⁶⁶ y

⁶⁵ La ola de fusiones se prolonga hasta finales de la década de los años 1980, en que los movimientos de tomas hostiles y el aumento de quiebras, provocan un cierre del mercado de control corporativo. Durante la década de los noventa el mayor énfasis estuvo puesto en los sistemas de compensación y medición del desempeño. (Agüero, 2009)

⁶⁶ Becht y Roel plantean que el GC está preocupado de la solución de los problemas de acción colectiva entre inversionistas dispersos y la conciliación de intereses entre varios demandantes corporativos. Hacen una revisión del análisis teórico y empírico sobre los principales mecanismos de control corporativo, las principales instituciones regulatorias y legales en diferentes países y examinan la literatura comparativa del gobierno corporativo. Analizan un dilema central del gobierno corporativo relativo a que la regulación a la intervención de grandes accionistas

Bianco y Casavola (1999). Frente a la desprotección, los accionistas reaccionan adquiriendo paquetes accionarios de mayor tamaño, creando de esta forma estructuras de propiedad más concentradas. Los grandes accionistas refuerzan su poder mediante el establecimiento de vínculos familiares con otros accionistas y a través de la participación en corporaciones interpuestas que poseen, a su vez, participación en la empresa original Faccio y Lang (2002)

Un ejemplo particular del modelo europeo es el alemán, también conocido como modelo de consenso, está caracterizado por un alto grado de concentración de capital, lo que es posible observar en las empresas listadas en bolsa. Es un modelo que se basa en la protección a inversionistas y a otros grupos interesados (*stakeholders*).

Las corporaciones adoptan dos niveles de directorio. Uno, el directorio ejecutivo compuesto por los gerentes; y dos, el directorio no ejecutivo (supervisor) elegido la mitad por los accionistas y la otra mitad por los empleados de la empresa, diferenciando claramente las funciones ejecutivas de las no ejecutivas.

Muchos de los accionistas tienen intereses comunes con la organización y participan activamente en su administración y control. Sin embargo, los consejos (directorios) son más independientes en la administración. Los gerentes por su parte son responsables de un grupo relacionado con la actividad de la empresa más amplia que incluye, además de los accionistas, a los sindicatos, los socios comerciales, y otros grupos.

Si bien existen características en la legislación que apuntan a crear alguna influencia de los mercados en el desempeño de las empresas, que condicionan el funcionamiento del modelo, el control corporativo de los mercados es muy limitado. (Gedajlovic y Shapiro, 1998) El proceso de adquisiciones, en países como Alemania, es reducido y las tomas de control hostiles (comunes cuando predominan los mercados financieros, como en el modelo anglosajón) son prácticamente inexistentes en el modelo europeo.

Tradicionalmente, la regulación sobre la administración de mercados y las compañías ha sido más frecuente en ambientes públicos menos receptivos y expuestos a condiciones adversas. La realidad socio-económica de países donde se aplica este modelo de gobierno corporativo ha generado algunas estructuras de distribución y control distintas, cada una específica del mercado de referencia y con características especiales. (Ungureanu, 2013)

puede dar mayor protección a los pequeños accionistas; aunque con dichas regulaciones se incremente la discrecionalidad gerencial de las decisiones.

Jenkinson y Mayer (1992) sugieren la existencia de dos factores fundamentales representativos del modelo de gobierno corporativo alemán: la propiedad del sector corporativo y la estructura del sector corporativo. Alemania tiene un sistema accionario concentrado; 90% de las 200 principales empresas tienen por lo menos un propietario con el 25% de las acciones, en contraste con el principio de diversificación de portafolio que impera en el modelo anglosajón. Y en el 85% de esas empresas una alta proporción de esas acciones está en manos de compañías no financieras, lo que indica un alto grado de participación de conglomerados. Dicho de otra manera, los accionistas dominantes en las grandes empresas en Alemania que cuentan con una propiedad que excede el 25%, son mayoritariamente empresas no financieras y bancos, ambos con una fuerte participación en la economía. En el modelo alemán la propiedad está mucho menos dispersa que en el modelo anglosajón.⁶⁷

La estructura del gobierno corporativo está formada por tres instancias: el directorio de administración, el directorio de supervisión y la junta general de accionistas. La ley alemana requiere de un directorio de supervisión para incluir el 50% de la representación de los empleados; y normalmente incluye también a la mayoría de los proveedores y compradores, es decir otros grupos de interés de la compañía. Esto último agrega un elemento social al análisis, que rompe con la idea de que el crecimiento es un valor asociado solamente a la maximización de las utilidades de la compañía, al incluir el elemento de “cohesión social”, que según Blackwell (2006) otros modelos no consideran.

Ya se mencionaba el papel de los bancos, actor central de la economía alemana, producto de su cercanía con las compañías. Los bancos tienen presencia en los grandes *holdings* industriales⁶⁸. Muchos directorios-supervisores de compañías tienen uno o más representantes de los principales bancos; y a menudo se le otorga el derecho a voto proxy por accionistas, lo que permite una representación mayor del voto en las juntas de accionistas.

⁶⁷Blackwell, Andrew en su artículo “Corporate Governance and the EU’ Dilema” (1996), analiza comparativamente los modelos de gobernanza del Reino Unido y de Alemania y señala que ambos modelos tienen sus ventajas y desventajas. La ventaja obvia del sistema alemán está en la antigüedad de las empresas individuales, acompañada de inversiones de largo plazo tanto de capital humano como físico. El sistema de grupos relacionados también da cuenta de una gran cohesión social, a diferencia del sistema del Reino Unido que tiene su ventaja en la diversificación del riesgo. Las compañías pequeñas que, en su inicio, son más riesgosas y especulativas tienen un acceso más fácil al mercado de capitales en comparación a las alemanas, como lo demuestra la investigación de Jenkinson & Mayer de 1992.

⁶⁸Agüero (2009) describe en su artículo sobre “Gobierno corporativo, una aproximación al estado del debate”, que a comienzos de la década de los noventa, los bancos eran propietarios de casi el 10% de las acciones de empresas listadas en bolsa, mientras que las compañías de seguros tenían cerca del 11%.

Los bancos toman las mayores posiciones en acciones y en deuda y son la principal fuente de financiamiento de las empresas,⁶⁹ lo cual les genera un interés adicional en la dinámica de los gobiernos de las compañías a las cuales financian y una importancia adicional a la protección de los acreedores de las compañías. La propiedad accionaria es cruzada y las juntas de administración están interconectadas.

Odenius (2008) plantea que lo más importante de las reformas realizadas al modelo de gobierno corporativo en Alemania es que estas crean la suficiente flexibilidad para que el mercado optimice su estructura de gobernanza, dentro de las normas legales y sociales establecidas. Además, acepta una cierta flexibilidad de la estructura de los consejos en las áreas de: a) mecanismos de control interno; b) auto negociación; y c) control externo particularmente en la actividad de toma de control.

c. El modelo japonés de gobierno corporativo basado en el concepto de holding.

El modelo japonés incorpora el concepto de conglomerado. Consiste en grupos de empresas con intereses y estrategias comunes, generalmente familiares, que funcionan alrededor de un banco. Las empresas poseen entre sí la propiedad accionaria cruzada y el banco es el dueño de casi el 10% de las acciones de las empresas, además de ser su principal prestamista. Durante la década de los noventa esta función fue sustituida paulatinamente por una mayor participación en el mercado de acciones y de bonos. Los bancos tienen acceso directo a la información, monitoreo y el control de las empresas. Por su parte, los directorios de las empresas están interconectados, es decir son las mismas personas integrando varios directorios.

Los gerentes son responsables de mantener la relación con los accionistas, pero también con la red de clientes y proveedores leales a la firma (*keiretsu*). La mayoría de las empresas japonesas están afiliadas a este grupo de socios comerciales. Con ellos se establecen relaciones de largo plazo, que les permite enfrentar a la competencia y defenderse de las adquisiciones hostiles.

Según Ungureanu (2013) este modelo de gobierno corporativo está dominado por dos tipos de relaciones legales: uno de co-determinación entre accionistas y clientes, sindicatos,

⁶⁹ Solo una de cuatro empresas alemanas tiene derecho a transacciones públicas, por lo que se ven en la necesidad de buscar financiamiento de los bancos.

proveedores, acreedores, gobierno; y dos, una relación entre los administradores y dichos grupos interesados que incluye a los gerentes.

El modelo japonés, al igual que el alemán, se basa en el control interno y no en la influencia de los mercados de capitales, como en el modelo anglosajón. La propiedad siempre está orientada al control, llegando incluso a justificar la emisión limitada de acciones; donde la mayoría de los paquetes accionarios está en manos de determinados accionistas, que pueden ser los mismos *stakeholders*. Las decisiones de la administración se enfocan principalmente en la mejora del ingreso y en el poder de la empresa, aunque en algún momento este poder pueda verse obstaculizado por el control que ejerzan los accionistas estratégicos sobre la administración.

El gobierno es un actor importante y juega un papel activo, como grupo interesado, en varias compañías a través de las políticas públicas. Si bien son activos en la supervisión y el control de empresas, presentan algunas deficiencias de supervisión en el tema de transparencia, fundamentalmente por la concentración de empresas de propiedad familiar.

d. El modelo de los países nórdicos

Los modelos de gobierno corporativo conocidos como Nórdicos, que incluye a los de Suecia, Noruega, Dinamarca, Finlandia e Islandia, son considerados una alternativa al modelo de una sola instancia o unitario que impera en países con tradición jurídica anglosajona. Es un modelo más cercano al de los países europeos, aunque están mucho más preocupados por las responsabilidades de largo plazo de los accionistas, a los cuales otorgan un mayor poder, aunque el directorio tiene poder de decisión exclusiva o derecho a veto. Esto se expresa en el uso de acciones con derecho a voto, mecanismo múltiple ampliamente utilizado por la mitad de las empresas en las bolsas de valores nórdicas.⁷⁰

En cuanto a sus principales diferencias con el modelo anglosajón, la estructura de capital de las empresas listadas es mucho más concentrada; está dominada por uno o pocos accionistas. En el modelo nórdico se considera que la estructura dispersa conduce a una “empresa sin dueño”, lo que genera un cierto escepticismo sobre su desempeño en el largo plazo, que es tal vez el elemento central de estos modelos.

La estructura concentrada en pocos accionistas se refleja también en la conformación de los directorios, los cuales solo requieren de dos miembros independientes de los principales

⁷⁰ La capitalización total del mercado de valores nórdico representa aproximadamente la mitad del mercado de valores de Londres.

accionistas, que son aquellos que poseen más del 10% del capital o votos de la compañía. El otro elemento que muestra la fortaleza de este tipo de estructura, es el relativo a la nominación de comités. Los miembros son nombrados en su totalidad por los accionistas e integrados predominantemente por los principales accionistas o sus representantes. La actividad de auditoría tiene un papel distinto en el gobierno corporativo. El auditor reporta a la junta de accionistas; este no solo revisa las cuentas anuales de la compañía, sino también el desempeño del directorio (pero de forma independiente y no como el responsable de la auditoría) y del gerente general (CEO) y hace recomendaciones.

Así como para los modelos europeos es importante la presencia de los bancos, para el modelo Nórdico las bolsas de valores y el mercado de capitales en general son referentes clave para el desempeño de los gobiernos corporativos. Lo anterior se debe probablemente al marco jurídico en el que se instala el tema. El modelo Nórdico se inserta en las leyes nacionales de los países, las Leyes de Compañías, normativas contables, leyes de gobernanza de mercados de valores y de las disposiciones de la Unión Europea adoptadas por los países; así como en la autorregulación, condición explícita en las reglas de las bolsas de valores y los códigos de buenas prácticas de gobierno corporativo, basados en el principio “cumpla o explique”, incentivo intermedio que generalmente complementa al legal.⁷¹ Aunque los códigos difieren entre los países, ellos se basan en el desarrollo general del derecho internacional y en un enfoque nórdico común del tema, lo que permite mostrar un cierto parecido y compatibilidad entre ellos.

Se trata de un mercado cada vez más integrado, a través de las bolsas de valores y las fusiones de importantes empresas. Varias empresas globales cotizan en más de una bolsa de los países que lo integran mostrando una rápida consolidación. Actualmente, con excepción de la Bolsa de Valores de Oslo, el conjunto de bolsas son totalmente propiedad de NASDAQ OMX. Producto de esta situación han debido armonizar las reglas y requerimientos para listar empresas, a fin de mejorar la competitividad del Mercado de Capitales Nórdico.⁷²

⁷¹ Para más detalles del Modelo Nórdico de Gobiernos Corporativos ver: Corporte Governance in the Nordic Countries. The working group of the self-regulatory corporate governance bodies of the five Nordic Countries (April 2009) y Lekvall, Per, The Swedish Corporate Governance Model, extracto del libro The Handbook of International Corporate Governance, The institute of Directors, 2009. www.iod.com/hicg. La última revisión del código de gobierno corporativo se llevó a cabo en julio de 2008, en ella se hace mandatorio el cumplimiento de sus disposiciones a cerca de las 300 empresas listadas.

⁷² El objetivo y estructura del MILA parece tener una marcada influencia de aquellos que inspiró la integración del Mercado de Valores Nórdico. La armonización de marcos normativos, así como la integración de México, país con

La propiedad extranjera de empresas listadas en las bolsas de valores del mercado nórdico alcanza ya un tercio del total y los inversionistas son mayoritariamente instituciones cuyo origen es del Reino Unido o de Estados Unidos. En algunos casos esta situación ha representado algunos inconvenientes al momento de adaptarse al modelo de gobierno corporativo. Por ejemplo, Lekvall (2009) considera que esto a la larga podría significar una presión sobre el modelo de gobierno corporativo sueco para que adopte algunos estándares del modelo anglosajón.

En el tema de los accionistas minoritarios, el principio respecto a las acciones que rige la ley es que todas las acciones son iguales con el mismo derecho a voto. La defensa de estos derechos se ejerce a través de tres instancias fundamentalmente. 1) Adoptando las disposiciones de la Directiva de la Unión Europea respecto a los derechos de los accionistas, a través de las legislaciones internas de estos países. 2) Generando diferencias en los requerimientos de votación (especialmente con los inversionistas institucionales), a través de la posibilidad de proxy para votar en la junta de accionistas y ejercer sus derechos, incorporando además en la legislación el voto por correo o utilizando métodos electrónicos. 3) Concediendo la posibilidad de que minoritarios puedan bloquear resoluciones en las juntas de accionistas que son de su interés como por ejemplo una fusión o adquisición, de temas clave como estructura de capital, o llamar a juntas de accionistas extraordinarias para hacer una distribución mínima de dividendos. Todo ello con un porcentaje mínimo requerido adecuado para incentivar la participación de los minoritarios.

En el cuadro II.1 se comparan, a partir de la selección de una serie de categorías comunes, los distintos modelos de gobierno corporativo descritos en este apartado.

Cuadro II.1 Principales características de modelos de gobierno corporativo

Modelo	Anglosajón	Europeo (alemán)	Japonés	Nórdico
Orientación	Mercado de acciones	Mercado bancario	Mercado bancario	Mercado accionario
Predominio	Derechos propiedad accionistas Protección	Derechos propiedad accionistas y relaciones empresa-	Intereses de <i>stakeholders</i> (Keiretsu)	Derechos propiedad accionistas fuertes

la mayor presencia en las bolsas de Estados Unidos de los cuatro, parece apuntar al mismo esquema de integración de bolsas de valores (acciones) y posteriormente de mercados de capitales.

	inversionistas	empleados		
Estructura accionaria	Dispersa	Concentrada con propiedad cruzada	Concentrada con propiedad cruzada de acciones	Concentrada en acciones con derecho a voto múltiple
Sistemas de Administración	Directores / ejecutivos y no-ejecutivos	Directorio / supervisor	Directorio / Comisión Revisora	Directorios no-ejecutivos
Participantes	Redes de negocios Instituciones Gobierno Bancos	Bancos Instituciones Gobierno Individuos Empleados	Redes de negocios Empleados Gobierno Individuos Instituciones	Redes de negocios Accionistas Gobierno Bolsas de valores Individuos
Temas de GC	Mercado de capitales	Transacciones	Redes de negocios	Mercado de Capitales
Sistema de financiamiento	Mercado de valores	Financiamiento interno vía bancos	Financiamiento interno	Mercado de valores
Sistemas de auditoria	Directorio	Directorio	Directorio	Junta de accionista
Fortalezas	Disciplina continua Revelación de información	Toma de riesgo múltiple beneficio mutuo	Directa influencia de propietario	Armonización de reglas Mercado integrado de acciones
Debilidades	Mayor control de gerentes	Reacción lenta	Resistencia al cambio	Concentración de poder en propietarios

Fuente: Elaboración propia en base a Ungureanu (2013) y Nordic Corporate Governance (2009)

II. 3 Los modelos de gobierno corporativo en América Latina y la tradición civil del derecho romano. El Mercado Integrado de Latinoamericano (MILA) hacia un modelo de mercado (anglosajón).

Los modelos de gobernanza en América Latina han tenido como telón de fondo la tradición de Ley Civil (*Civil Law*) que, a diferencia de la Ley Común (*Common Law*), se sujeta a la aplicación y cumplimiento de las leyes y códigos escritos. La administración de la empresa debe ceñirse estrictamente a la letra de la ley, dejándoles poca discrecionalidad a las autoridades que la aplican.⁷³

⁷³ En la tradición civil se distinguen 3 sistemas fundamentalmente: el francés, el alemán y el escandinavo. En general en los países con sistema legal de origen civil, la protección a los inversionistas es más débil que en los países con "*Common Law*", donde existe una mayor discrecionalidad de los jueces para aplicar la ley.

América Latina se ha caracterizado por tener un ambiente regulatorio y un marco institucional débil al cual se ha tenido que adaptar. Esta situación deja a las empresas con cierta desventaja en términos de su capacidad para acceder a recursos desde los mercados financieros. Sin embargo, en los últimos años ha habido algunos cambios novedosos provenientes de las regulaciones. Por ejemplo, en Chile la participación de miembros en los consejos sin derecho a voto y en México la composición del comité de prácticas societarias, contribuyen a transparentar el accionar de las empresas. (OCDE, 2014)

Aun cuando existen diferencias importantes en las leyes que rigen a las corporaciones, el objetivo final es generar transparencia y confianza entre los inversionistas respecto a los niveles de protección legal que les proporciona el mercado al que pretenden acceder.

Los principios de gobierno corporativo que persiguen en general son: transparencia (revelación de información), equidad (trato igualitario, protección de accionistas y confianza a los inversores) responsabilidad corporativa (cumplimiento de las regulaciones, identificación y control de riesgos), probidad (principios éticos, conflicto de interés), responsabilidad social y asegurar guías estratégicas en la sociedad. La mayoría de los países de la región a excepción de Chile, han adoptado códigos de buenas prácticas e incluso deben responder periódicamente un cuestionario que se entrega a las autoridades. Alrededor del 14% de las prácticas de buen gobierno y códigos (que se refieren a competencias, operación y difusión de la información) están enfocados en la junta de accionistas y en los mecanismos de representación y votación.

De acuerdo a los resultados obtenidos por Chong y López de Silanes (2007), a través de la aplicación de una encuesta para medir la eficacia de la protección legal a inversionistas, el estatus de protección a los accionistas en América Latina, aunque muestra cierta mejora durante la última década, todavía presenta bajos niveles de protección y transparencia. La evidencia empírica muestra que existe un vínculo causal entre la calidad de las instituciones legales y los tamaños de los mercados financieros. Una de las evidencias que confirma dicha relación, desde el análisis empírico que realizan estos autores, apunta a la importancia del tamaño de los mercados financieros de la región; su limitada penetración, así como los niveles bajos de participación de individuos e inversionistas institucionales han sido factores clave en términos de protección de los inversionistas.⁷⁴ Por tanto, existen importantes desafíos legales y de reestructuración e integración del mercado de capitales que el inversionista enfrenta para

⁷⁴ Incluso en los mercados de capitales más grandes de la región (Brasil y México) donde se han hecho importantes reformas legales dicho patrón aun está presente.

garantizar su protección. En este sentido, un marco de gobierno corporativo sólido puede hacer la diferencia, no solo en términos de protección sino también en cuanto a beneficiarse de un bajo costo de capital.

Los primeros resultados observados en la investigación de la muestra de empresas seleccionadas por Chong y López de Silanes (2007) respecto al comportamiento de los gobiernos corporativos en la región, apuntan hacia niveles altos de concentración de los derechos de propiedad, al peso del derecho a voto y a la existencia de estructuras de gobierno corporativo más bien monolíticas, muy influenciadas por la estructura predominantemente familiar que constituyen las empresas.

Las leyes que rigen el comportamiento de las corporaciones en la región, provenientes de la tradición de derecho civil, presentan diferencias importantes entre países debido a que muchas de ellas responden a tradiciones legales y/o familiares. El subgrupo de Latinoamérica, dentro del derecho civil, se asocia a una baja aplicación de la ley en todos los ámbitos. Por ello, para que funcionen iniciativas como el Mercado Integrado Latinoamericano (MILA) se requiere de la armonización de las leyes de los países que la componen, es decir de Chile, Colombia, México y Perú y buenos mecanismos de monitoreo de la aplicación de la normativa.

En este apartado más que un análisis de las leyes corporativas o de valores relacionadas con los gobiernos corporativos e insertas en el régimen de derecho civil; analizaré el papel de los distintos temas relacionados con el gobierno corporativo y su normativa, esto es, el consejo de administración, su estructura, la selección de consejeros independientes, externos e internos y los distintos comités corporativos, de los países integrantes de la iniciativa MILA más Brasil.

Brasil cuenta con una normativa inserta en el mercado de valores, la Lei 6.404 que rige las principales acciones de los gobiernos corporativos, pero con una estructura de poder distinta al del caso de los países miembros del MILA. Dicha estructura se complementa con la existencia de cuatro niveles de mercado: el tradicional, el Nivel 1, el Nivel 2 y el Novo Mercado dentro de la Bolsa de Valores de Sao Paulo (BOVESPA). La ley es considerada el piso y de acuerdo al grado de avance de la empresa va escalando en los distintos niveles, hasta alcanzar el máximo que es el Novo Mercado (NM). Cabe mencionar que las disposiciones establecidas en el Novo Mercado son de carácter vinculante y el no cumplimiento significa deslistar la empresa de BOVESPA.

Según un estudio realizado por la CEPAL (2015), donde se revisan las normativas y la estructura de gobierno corporativo en cinco países de la región, en promedio, el consejo de administración concentra el mayor porcentaje, 38% del total de las prácticas corporativas, incluyendo las más relevantes (Chile presenta la mayor concentración alcanzando un 59%). Es responsable ante los accionistas e inversionistas de todas las actividades donde se involucre la empresa, de sus éxitos y fracasos. Tiene la obligación de establecer los objetivos del negocio y de la estrategia para alcanzarlos. Es igualmente responsable de monitorear y evaluar la administración de los ejecutivos, así como del cumplimiento de las políticas establecidas, utilizando los mecanismos de control externo y las operaciones con partes relacionadas. Es el “centro” de las decisiones de la empresa.

El consejo de administración lo integran consejeros ejecutivos internos que pueden ser alguno(s) de los principales directivos de la empresa. En ciertos países de América Latina, la normativa permite que sea el director general el responsable de la administración de la empresa; y no los ejecutivos o externos que pueden ser o no independientes, con un papel de supervisor y de balance de intereses. Algunos accionistas que no participan directamente en la administración de la empresa pueden formar parte del consejo, lo cual significa que solo podrán ser externos (patrimoniales) pero no independientes. En el consejo también se define la política de remuneraciones de los consejeros. El número de consejeros varía por país; el rango según las leyes varía entre 3 y 15 consejeros y no en todas las legislaciones se menciona el porcentaje de independientes en general cuando se menciona corresponde a un 25%.

El consejo de administración define las funciones del comité de auditoría y participa en la selección de la empresa auditora externa, y no la junta de accionistas como en el caso de los países nórdicos y es a ésta instancia a la que se rinde cuentas a través del informe de auditoría. Algunos otros comités (además del de auditoría), como el de evaluación, el de finanzas corporativas, el de inversiones financieras, el de remuneraciones y el de riesgo, están constituidos oficialmente, en su mayoría en empresas propiedad del Estado más que en corporaciones privadas, donde gran parte de las actividades de estos comités son responsabilidad directa del consejo de administración, como en los casos de Chile, México y Perú, o bien de un comité que cubre varias de las responsabilidades (Comité Ejecutivo).⁷⁵

⁷⁵ Por ejemplo, en el caso de Argentina el comité de finanzas realiza el control de riesgos y las inversiones financieras.

En el caso de Brasil existe un consejo de administración (Art. 140), un consejo fiscal (Art. 161) y un directorio (Art. 143). La separación e independencia de funciones y responsabilidades entre el nivel del órgano decisorio (consejo de administración) de la empresa y el nivel ejecutivo son poco claras, ya que la Lei 6.404 permite que hasta un tercio de los miembros del consejo de administración provengan de un órgano independiente que concentra a los principales ejecutivos de la empresa. A su vez, gran parte de las decisiones importantes de la empresa son tomadas en la asamblea general (Art. 132) otorgando garantías a todos los accionistas mayoritarios y minoritarios; por ejemplo, estos últimos pueden participar en la elección de los miembros del consejo fiscal (elegido por la asamblea general) que, funge como órgano fiscalizador (Art. 163) independiente, incluso del consejo de administración.

En términos del control por parte de las distintas agencias de gobierno relacionadas con el tema de gobierno corporativo, éste es segmentado en varias entidades (con excepción de Colombia), lo que hace necesaria una coordinación entre todas las agencias involucradas, a través de mecanismos formales (Brasil y Perú) o mediante superestructuras como en el caso de Chile y México.

La transparencia de la información es un aspecto clave del buen funcionamiento del consejo de administración. Un informe preparado por la Mesa Redonda Latinoamericana de Gobierno Corporativo de OECD (OCDE 2014) revela que la cantidad y calidad de la información disponible sobre grupos empresariales en América Latina es, en general, asimétrica.

El informe da cuenta también de una presencia significativa y creciente de estos grupos empresariales en la región, fundamentalmente en las bolsas de valores nacionales, regionales e internacionales. Dentro de estos grupos, la mayor concentración se encuentra en los países del MILA más Brasil. Por ejemplo, 64 de las 66 empresas listadas en IBOVESPA pertenecen a grupos económicos, en Chile 55% de los grupos cuentan con un miembro listado en la bolsa; 40 empresas colombianas de las 77 listadas eran parte de grupos económicos (60% del Índice COLCAP); y en México el 77% de las empresas listadas son parte de grupos económicos.⁷⁶

El mecanismo de suministro de información más utilizado es a través de la difusión de información del grupo económico al que pertenece. En Chile y México en forma más agregada; en Perú y Brasil más detallada; y en Colombia a través de un informe financiero especial. En Chile, México, Perú y Brasil la normativa obliga a la entrega de estados financieros

⁷⁶ Datos presentados durante la Mesa Redonda Latinoamericana de Gobiernos Corporativos en Bogotá Colombia 18-19 de noviembre 2014.

consolidados, aunque muchas veces la información proporcionada por los entes oficiales (superintendencias) no identifique claramente a las empresas respecto al grupo económico al que pertenecen.

La figura de grupo empresarial es contemplada de hecho en muchas de las normativas (Chile y Colombia) con el objeto de mantener la estabilidad financiera. Un aspecto importante del gobierno corporativo y como una forma de acceder a la información de estos grupos, es que cuentan con una estrategia común y claras relaciones de control dentro de su estructura. Sin embargo, en general, las normativas no contemplan consideraciones especiales dirigidas a grupos empresariales en cuanto al control y el conflicto de intereses.

En relación a la estructura de propiedad de las empresas y grupos económicos y el conflicto de interés, las normativas no marcan limitaciones específicas, salvo en aquello que atente contra la estabilidad financiera o que los accionistas de empresas controladas sean accionistas de empresas controladoras.⁷⁷ Los consejos o juntas de administración se rigen por los deberes fiduciarios que incluyen la regulación y las prácticas comunes. Si bien no se prohíbe que directores actúen en varios consejos simultáneamente, existen algunas restricciones directas (Brasil, Colombia y México) y otras indirectas relacionadas con independencia de su accionar en los consejos de administración (Chile y México).

La estructura de propiedad (concentrada o difusa) es clave en el análisis de las empresas. Las empresas brasileñas se caracterizan por un predominio de capital difuso,⁷⁸ aunque con un cierto grado de concentración y fragmentación, a pesar de las transformaciones de sus mercados de capitales y los segmentos diferenciados del Novo Mercado que permite clasificar a las empresas de acuerdo a sus avances. La creación del Novo Mercado trajo consigo un aumento en las acciones ordinarias, las cuales alcanzan alrededor del 40% del capital total de Bovespa, y la valoración de los derechos de los minoritarios. Este es un cambio relevante respecto a la situación de 2008. Mendes de Paula (2009) señala que, en 2008, el valor de capitalización de las corporaciones brasileñas era equivalente a 4.75% del total de Bovespa, lo que daba cuenta de una estructura patrimonial concentrada, que además hacía casi imposible las tomas de control hostiles.

⁷⁷ La estructura de modelo de gobierno corporativo en América Latina es consistente con el modelo de control que, al igual, que en los modelos europeo y el canadiense, la mayoría de las sociedades anónimas es controlada por un accionista, una familia o un grupo empresarial

⁷⁸ Capital difuso, cuando el poder de control es ejercido por el accionista que detenta menos del 50% del capital social. Capital disperso significa alta dilución de capital, con inexistencia de cualquier control.

En el caso de las empresas chilenas predomina una alta concentración de propiedad, y una alta movilidad de controladores en el 80% de las sociedades anónimas abiertas. El modelo de gobierno corporativo se enmarca en la Ley del Mercado de Valores y en la Ley de Sociedades Anónimas, la cual define los derechos de control de los accionistas, reglamenta el funcionamiento de los consejos de administración, los comités de directores,⁷⁹ transacciones con partes relacionadas, protección a accionistas minoritarios, etc.

En las sociedades anónimas abiertas se estipula la incorporación de al menos un consejero independiente. Estos deben ser propuestos por accionistas que representen el 1% o más de las acciones de la compañía. En la selección de los independientes, les cabe la responsabilidad, por ley, a los inversionistas institucionales impulsar su participación. La norma que rige el gobierno corporativo no contempla como buena práctica la responsabilidad financiera, ni tampoco la creación de comités corporativos especializados (riesgos, inversiones financieras, finanzas corporativas, etc.). (Núñez y Oneto, 2014)

Las empresas colombianas también presentan una alta concentración de propiedad, insertas en un mercado de capitales poco profundo, con una decreciente capitalización bursátil, producto de la salida de empresas listadas en la bolsa. Los valores de renta fija son más emitidos y transados que los de renta variable. Las reformas al mercado de valores, así como la protección a accionistas, la obligatoriedad de un código de buenas prácticas de gobierno corporativo por parte de los emisores que tuvieran inversionistas institucionales (fondos de pensiones) en sus directorios, la revelación de información financiera y no financiera y algunos otros aspectos particulares de gobiernos corporativos, están insertos en el Código de Comercio, específicamente en las normas referentes a las sociedades.

En México, los cambios en el marco de los gobiernos corporativos se han dado desde el ámbito financiero legal, la Ley del Mercado de Valores, la cual adoptó en 2009 algunos de los contenidos del Código de Mejores Prácticas Corporativas, rige las sociedades anónimas y la responsabilidad limitada, y fue emitido por el Consejo Coordinador Empresarial (CCE). Además

⁷⁹ Los comités de directores contribuyen a una mayor fiscalización y control dentro de la empresa, reduciendo los potenciales problemas de agencia. La Ley establece que estos Comités estén conformados por consejeros independientes. Si bien ejercen amplias funciones como: examinar los estados financieros, proponer a los auditores externos y a las agencias calificadoras de crédito, examinar los sistemas de remuneraciones y compensaciones relativas a los ejecutivos, examinar las transacciones con partes relacionadas (presentan informe), realizan otras funciones recomendadas por la junta general de accionistas o por el consejo de administración, no son suficiente para sustituir la existencia de comités especializados que suministren la suficiente información para la toma de decisiones dentro del consejo de administración. Existe un registro de consejeros independientes creado por el ente regulador.

de la Ley de Valores están: el Código de Comercio, la Ley General de Sociedades Mercantiles, y la Ley de Concursos Mercantiles.

En México prevalece la estructura de capital concentrada (al igual que en el caso de los otros países analizados aquí) en pocos accionistas y de carácter familiar; ello ha marcado un sesgo en la aplicación de la normativa y en la adopción de las recomendaciones del Código de Mejores Prácticas Corporativas.⁸⁰ La cercanía e interacción creciente con el mercado de Estados Unidos⁸¹ ha determinado un mayor énfasis en la transparencia, la revelación de información, el cumplimiento de las normas de Sarbanes - Oxley, y las disposiciones incluidas en la reforma financiera, algunas de las cuales se mencionan en el anexo 1 de este capítulo. Por otra parte, hay cambios provocados por la ola de reformas estructurales llevadas a cabo por el actual gobierno, como la reforma financiera, la de telecomunicaciones, la de competencia y especialmente la reforma energética, que involucra a la principal empresa del estado (PEMEX) y cuya apertura al capital privado ha requerido de un cambio en su gobierno corporativo, adaptándolo a las nuevas circunstancias. (Núñez y Oneto, 2015)

Para Perú la crisis financiera de 2008 se convirtió en una oportunidad para atraer capitales externos, por las perspectivas de crecimiento de su economía y la reforma de sus mercados de capitales en la cual se insertaron cambios importantes a la normativa de gobierno corporativo. El marco legal de gobierno corporativo es la Ley General de Sociedades de 1997. En ella se establecen las responsabilidades de los órganos de dirección y administración de la empresa (consejo de administración y alta dirección) y se definen los deberes y derechos de los accionistas (venta de acciones, fusiones y adquisiciones y escisiones de empresas). En el Decreto 861 de la Ley del Mercado de Valores se definen las reglas para las empresas que

⁸⁰ Según una encuesta realizada en julio de 2011 por PricewaterhouseCoopers a accionistas, consejeros y directivos de 72 empresas (23% cotizantes del mercado de valores, 21% del mercado financiero y 60% que cotiza en el extranjero), los resultados fueron muy reveladores en cuanto a la situación de los gobiernos corporativos en México. El 80% reconoce que es el consejo de administración el responsable de definir la estrategia del negocio, de este el 85% declaró tener un sistema de recursos empresariales y solo el 57% contaba con criterios para revelar riesgos, 58% contaba con indicadores de administración empresarial. El 75% tenía comités de auditoría, administración de riesgos y cumplimiento. 57% contaba con comités de prácticas societarias, finanzas y planeación. El 61% reveló que el comité de operaciones financieras, mide y monitorea los retornos de los proyectos de inversión. El tamaño promedio de los consejos era de 9.5 miembros y 33% eran independientes. El 42% de las empresas tenían como presidente del consejo al director general. El 53% contaba con un mecanismo de evaluación de desempeño y cumplimiento de deberes fiduciarios de los consejeros y de los órganos corporativos de manera colegiada. El 85.4% de las empresas reportó contar con un sistema integrado de información confiable. (Espinosa, 2012)

⁸¹ Mucho del énfasis puesto en los aspectos de transparencia y revelación, se ha debido a la creciente actividad de las empresas latinoamericanas en el mercado norteamericano a través de la colocación de ADRs en dicho mercado.

cotizan en bolsa de valores, en relación a la transparencia de mercados, que incluye la obligación de los emisores de dar cuenta al mercado sobre el uso de información reservada y privilegiada, a través del Reglamento de Hechos de Importancia en Información Reservada. Existen además otras disposiciones legales emitidas por la entidad supervisora del mercado de valores, las cuales están dirigidas a la supervisión de las prácticas de las empresas y la función del mercado de capitales como canal de financiamiento a las empresas. Por su parte, la Bolsa de Valores ha creado el Índice de Buen Gobierno Corporativo (IBGC)⁸² para validar la auto calificación de las prácticas de gobiernos corporativos de las emisoras de valores, a través de los Principios de Buen Gobierno Corporativo para las Sociedades Peruanas (2013), cuestionario exigible por el órgano supervisor de valores. Cabe señalar que los resultados no fueron encontrados en la página web de la superintendencia.

En el Cuadro II.2 se resumen las principales características de los sistemas de gobiernos corporativos vigentes en los países socios de la iniciativa del Mercado Integrado Latinoamericano (MILA) más Brasil. Se hace referencia a algunos aspectos de los mercados de capitales de cada uno de los países en los que se insertan dichos modelos de gobierno corporativo.

Cuadro II.2 Principales características de los modelos de gobierno corporativo en países del MILA + Brasil

Modelo	Chile	Colombia	México	Perú	Brasil
Orientado	Mercado bancario y de valores	Mercado bancario y de valores	Mercado bancario y de valores	Mercado de bancario y de valores	Mercado bancario y de valores
Predomina	Derechos propiedad accionistas Protección inversionistas	Derechos propiedad accionistas Protección inversionistas	Derecho propiedad accionistas Protección inversionistas	Derechos propiedad accionistas Protección inversionistas y grupos de interés	Derechos propiedad accionistas Protección inversionistas minoritarios y mayoritarios
Estructura de propiedad y modelo de	Concentrada, propiedad accionaria	Concentrada, baja capitalización	Concentrada propiedad	Concentrada en acciones con derecho a voto	Concentrada, propiedad accionaria

⁸² El IBGC es un indicador estadístico que refleja el cumplimiento de lo establecido en los Principios de Buen Gobierno Corporativo por parte de las emisoras peruanas. Es considerado un índice de capitalización que permite estimar los pesos de las acciones en la cartera, con base en la capitalización bursátil del capital flotante de esas acciones, ajustados por el nivel de buen gobierno corporativo obtenido. A mayor capitalización bursátil del capital flotante, mayor será el peso de una acción en el índice. Este índice es una herramienta para evaluar sostenidamente el grado de desarrollo del mercado de capitales peruano (Echeandia, 2014)

control	cruzada	corporativa	accionaria cruzada	múltiple	cruzada. Mayor número de acciones ordinarias
Sistemas de Administración	Consejo no-ejecutivo Administración de riesgos	Consejo ejecutivo-no ejecutivo Administración de riesgos	Consejo ejecutivo y no-ejecutivo Administración de riesgos	Consejo no-ejecutivo Administración de riesgo	Consejo ejecutivo y no-ejecutivo Administración de riesgo
Sistema de Comités	Diversificación de comités en empresas del Estado	Baja difusión y diversificación de comités	Diversificación de comités en empresas del Estado	Diversificación de comités en algunas grandes empresas y empresas del Estado	Baja difusión y diversificación de comités
Sistema legal (Derecho Civil)	Deberes fiduciarios y prácticas comunes	Deberes fiduciarios y prácticas comunes	Deberes fiduciarios y prácticas comunes	Deberes fiduciarios y prácticas comunes, principios complementarios para sociedades familiares	Deberes fiduciarios y prácticas comunes
Código de GC	No	Si, cumpla o explique	Si, cumpla o explique	Si, cumpla o explique	Si, cumpla o explique
Temas de GC	Transparencia, equidad, revelación, responsabilidad corporativa, probidad	Transparencia, equidad, revelación, responsabilidad corporativa, probidad	Transparencia, equidad, revelación, responsabilidad corporativa, probidad	Transparencia, equidad, revelación, responsabilidad corporativa, probidad	Transparencia, equidad, revelación, responsabilidad corporativa, probidad
Sistema de financiamiento	Bancario y mercado de valores, aumento emisiones de deuda	Bancario y mercado de valores, aumento emisiones de deuda	Bancario y mercado de valores, aumento emisiones de deuda	Bancario y mercado de valores, aumento emisiones de deuda	Bancario y mercado de valores, aumento emisiones de deuda
Sistemas de auditoria	Consejo de administración, Comité de auditoría	Consejo de administración Comité de auditoría	Consejo de administración Comité de auditoría	Consejo de administración Comité de auditoría	Consejo fiscal
Fortalezas	Disciplina continua, Sistema jurídico e Instituciones sólidas	Toma de riesgo múltiple beneficio mutuo	Influencia directa de propietario, reduce los conflictos de agencia	Armonización de reglas Mercado integrado de acciones, Creación del IBGC, Creciente presencia de institucionales en los directorios	Segmentos diferenciados del Novo Mercado Poder de la Asamblea General Tamaño de mercado
Debilidades	Estructura familiar, baja liquidez de	Estructura familiar, mayor concentración	Estructura familiar, Mayor concentración	Estructura familiar, Reduce oportunidades de	Estructura familiar, Decreciente capitalización

	mercado <i>Enforcement</i> deficiente	Mercados de capitales poco profundo <i>Enforcement</i> deficiente	Reduce oportunidades de negocios. Mercados de capitales poco profundo <i>Enforcement</i> deficiente	negocios. Mercados de capitales poco profundo <i>Enforcement</i> deficiente	bursátil Presencia de ejecutivos en el consejo de administración <i>Enforcement</i> deficiente Revelación y Administración de riesgos
--	---	---	--	--	--

Fuente: Elaboración propia basada en Núñez y Oneto, 2015

Por último, es preciso enfatizar que, en el caso de la estructura del gobierno corporativo de los países del MILA y desde la perspectiva de los grupos empresariales, la convergencia en cada uno de los aspectos de la regulación financiera, la coordinación entre los órganos reguladores, así como en lo relacionado directamente con el marco de gobernanza, sin duda han contribuido a facilitar el proceso de integración entre las cuatro economías involucradas.

II. 4 Conclusiones

A lo largo de este capítulo se ha analizado el vínculo entre el gobierno corporativo, el desarrollo de los mercados financieros y la creación de valor de las compañías o grupos económicos. Para ello fueron considerados en el análisis tres aspectos: el marco normativo – regulatorio; la estrategia de la empresa; y los modelos de gobierno corporativo existentes, en países con tradición de Derecho Común (modelo anglosajón) o el modelo de Derecho Civil (Europeo Continental), el modelo japonés, el modelo de los países nórdicos y el modelo que rige en los países de América Latina.

Las estrategias de desarrollo económico de los países y la estructura jurídica se conjugan para generar un marco en el cual se definen los aspectos organizacionales de la empresa, incluyendo la protección, la administración y el control; todos ellos dependientes de la relación entre los accionistas y los consejeros o directores y de estos con los ejecutivos de las empresas y otros grupos interesados o *stakeholders*.

El primer nivel de análisis que recoge cualquier modelo de gobierno corporativo, es la protección que se brinda a los accionistas e inversionistas, a través de la estructura de propiedad, la estructura y funcionamiento del consejo de administración (número de consejeros

internos, externos e independientes) y el funcionamiento de los comités corporativos. Este nivel busca incrementar el valor de la compañía, alineando las acciones de los accionistas (mayoritarios y minoritarios), inversionistas, consejeros, gerentes, y otros grupos interesados; administrando adecuadamente los riesgos e implementando los mecanismos de control interno y externo de la empresa.

Parte de las deficiencias de los mercados de capitales de América Latina se asocia con los diferentes niveles de protección de los accionistas / inversionistas establecidos en las legislaciones nacionales y en su implementación en los distintos países. Dichas deficiencias han estado asociadas a bajos niveles de transparencia, revelación de información y trato equitativo de los accionistas.

En un segundo nivel de análisis, en los casos analizados en este capítulo el modelaje de los gobiernos corporativos se asoció al desarrollo de los mercados de capitales. La mayoría de los modelos se ajusta a las leyes nacionales sobre los mercados financieros (leyes de valores y corporativas), en las cuales se definen que actores asumen en esos mercados un rol preponderante. Por ejemplo, en el modelo japonés, el proceso de gobierno corporativo es liderado por los bancos, los cuales además de participar en el consejo, otorgan el financiamiento de los proyectos de inversión; mientras que el modelo anglosajón, basado en el Derecho Común, delega toda la responsabilidad de la administración y ejecución de la estrategia y decisiones de la empresa a los administradores. En los países del Mercado Integrado Latinoamericano y de Brasil predominan cada vez más las bolsas de valores. Es a través de estas instituciones que se regula gran parte del desempeño de los gobiernos corporativos.

No obstante, en un tercer nivel, las modificaciones a los marcos normativos han buscado contrarrestar los efectos de las estructuras de propiedad concentrada y familiar, de manera de contribuir a separar la propiedad del control, transparentar el control de la propiedad de las acciones, profesionalizar los consejos y revelar información; todo ello con impacto directo sobre los costos de agencia. Así, uno de los principales efectos de la dispersión de la propiedad, ha sido el aumento de la participación de los inversionistas institucionales tradicionales, fondos de pensiones y compañías de seguros principalmente en los consejos de administración. El fortalecimiento del marco normativo generalmente se hace acompañar de un fortalecimiento de la institucionalidad, lo cual facilita la aplicación de cada normativa o regulación.

Complementan el análisis de los marcos normativos la existencia en todos los países de códigos de buenas prácticas de los gobiernos corporativos, con la excepción de Chile. Ellos son utilizados generalmente por las bolsas de valores. Son instrumentos, mayormente voluntarios, que acompañan la información financiera de las empresas y el funcionamiento de sus estructuras de los gobiernos corporativos.

Capítulo III. El Gobierno Corporativo y los mercados de capitales

Introducción.

El tema de gobiernos corporativos tiene dos aristas la económica-financiera y la legal. El impacto de las decisiones de los gobiernos corporativos instala el tema en el ámbito de las políticas públicas y del derecho, ante la evidente necesidad de regular los temas de organización y gestión de la empresa. El estado de las relaciones entre principal – agente, principal – principal y principal / agente – acreedores e inversionistas, relaciones, todas ellas, regidas por contratos que intentan cubrir la mayor cantidad de aspectos de dichas relaciones, tiene un contenido económico, aunque también afecte los ámbitos jurídicos y administrativos.

La dimensión que resulta interesante profundizar en este capítulo es su dimensión económica - financiera. Como ya se ha mencionado en la introducción de esta tesis, en su origen y principales contenidos y efectos, el tema de los gobiernos corporativos es un asunto de microeconomía con impactos económico-financieros, que es abordado desde una perspectiva más amplia.

En los capítulos anteriores revisamos la evolución del concepto de gobierno corporativo y la forma como éste se ha adaptado a las necesidades del crecimiento económico de los países en el tiempo. Lefort, (2003) ha relacionado la evolución de dicho concepto con el dinamismo que imponen las distintas etapas de crecimiento de la economía, las que van requiriendo de modelos de gobiernos corporativos específicos.

Un mecanismo mediante el cual una estructura o modelo de gobierno corporativo puede contribuir a mejorar el desempeño económico agregado, es el desarrollo y profundización del mercado de capitales. En las últimas décadas dicho desarrollo ha estimulado cambios importantes en las decisiones de financiamiento de un número creciente de grandes empresas e incluso de no pocas medianas.⁸³

El gobierno corporativo también ha contribuido a orientar a los bancos y otras instituciones de crédito, que toman sus decisiones considerando la calidad de la dirección de las empresas; así como a los gobiernos de los países, que deben regular a las empresas financieras y no

⁸³ Entre las opciones de financiamiento, además del crédito bancario están las emisiones de valores ligadas a renta variable (acciones) y el capital de terceros (títulos de deuda internacional y doméstica), que en conjunto constituyen la estructura de capital, convirtiéndose cada vez más en alternativas de financiamiento de proyectos productivos de las empresas, sustituyendo los mecanismos de financiamiento tradicionales, como la banca comercial.

financieras, en marcos institucionales específicos y a escala nacional. A este aspecto se ha referido el Comité de Basilea (1999), considerado uno de los marcos más completo en materia de gobierno corporativo como se puede observar en el Anexo 1,⁸⁴ cuando señala que desde la perspectiva del sector bancario, “el gobierno corporativo hace referencia a la manera en que los negocios de instituciones individuales son gobernados por los consejos de administración y los directivos, afectando concretamente la forma como los bancos: (1) fijan los objetivos corporativos (incluida la generación de beneficios para los propietarios); (2) dirigen las operaciones diarias correspondientes al negocio; (3) consideran los intereses de los grupos relacionados o *stakeholders* reconocidos; (4) alinean los comportamientos y actividades con la expectativa de que los bancos operen de manera segura, correcta y de acuerdo con las leyes y regulaciones aplicables; y (5) protegen los intereses de los depositantes.”

En los últimos años ha habido un genuino interés por medir el impacto de los gobiernos corporativos en el desarrollo de los mercados de capitales, por parte de los organismos internacionales como el Fondo Monetario Internacional (FMI) y el Banco de Pagos Internacionales (BIS según su sigla en inglés), así como por los distintos actores que participan en el mercado.⁸⁵ La progresiva liberalización de los mercados de capitales producida durante la década de los noventa, vino acompañada no sólo de crisis sino también de reformas regulatorias e institucionales de los mercados financieros en las que se incluyen las de los gobiernos corporativos.⁸⁶ Estas reformas no se realizaron con la misma intensidad en todos los países, ni tuvieron los mismos efectos en el sentido de atraer mayores capitales hacia los países, como en el caso de América Latina. La misma situación se ha dejado sentir más en las empresas al momento de atraer capital para financiar proyectos de inversión.

El objetivo de este capítulo es presentar la evolución del mercado de capitales en América Latina de manera sucinta, tomando como referencia el Consenso de Washington, en cuanto síntesis de las reformas impuestas por los mayores órganos financieros internacionales a sus deudores de los países en desarrollo. Los cambios en el entorno económico y financiero que se

⁸⁴ En el que se realiza un análisis comparativo de las disposiciones sobre gobiernos corporativos contenidas en la ley Sarbane – Oxley y la Reforma Financiera de Estados Unidos, conocida como Dodd-Frank y Basilea III en relación a los gobiernos corporativos

⁸⁵ Recientemente, en octubre 2016, la Directora Gerente del Fondo Monetario Internacional insistió en la necesidad de medir y evaluar el desempeño de los gobiernos corporativos

⁸⁶ Una evaluación de la normativa de gobiernos corporativos de los últimos diez años, utilizando el indicador propuesto por CEPAL-CAF-BID será realizado e incorporado en el modelo propuesto en el capítulo siguiente de esta tesis.

pusieron en marcha desde entonces y que han afectado el desarrollo de los mercados de capitales de América Latina, haciendo especial énfasis en los cambios en las estructuras de financiamiento experimentadas por el sector empresarial en los períodos anterior y posterior a las crisis financieras.

Se hace también una revisión del contexto en el que han evolucionado los mercados de capitales de la región, particularmente los de los países del Mercado Integrado Latinoamericano (MILA), y que han servido de marco para explicar los cambios más sustantivos de los modelos de gobiernos corporativos vigentes en los países que forman parte de la iniciativa, para adaptarlos a las nuevas circunstancias de las economías nacionales e internacionales.

A lo largo del capítulo se identificarán aquellas variables de mercado relevantes y con alguna relación con el desempeño de los gobiernos corporativos. Dichas variables serán recogidas en el análisis empírico presentado en el capítulo siguiente de ésta tesis. El análisis se inicia y complementa con la evolución del mercado de capitales latinoamericano y la respuesta de política en distintos momentos del tiempo, a partir del plan Brady, pasando por el Consenso de Washington que significó una importante apertura comercial y un amplio proceso de privatizaciones en muchas economías de la región; y posteriormente a partir de la crisis financiera del 2008 que obligó a los gobiernos a adoptar medidas para disminuir los efectos de la caída de la economía global. Algunos de estos cambios impulsaron reformas a los marcos de gobierno corporativo como una forma de proteger a los inversionistas de las malas prácticas y decisiones de algunas empresas.

Distintas iniciativas de integración financiera se han visto favorecidas por los avances en el desarrollo de los mercados de capitales y en la búsqueda de fuentes de financiamiento variadas no tradicionales, contexto en el cual surge, más recientemente, el MILA. El desarrollo de fuentes de financiamiento potenciales ha obligado a realizar mejoras en términos de mayor transparencia de los mecanismos de suministro de información a los distintos agentes del mercado; y a proveer de reglas claras a los inversionistas de las empresas (privadas y de propiedad del Estado) que garanticen el uso adecuado de los recursos invertidos en distintos proyectos empresariales. Para Shleifer y Vishny (1997), las prácticas de gobierno corporativo engloban las formas con que los proveedores de financiamiento a las empresas se aseguran de obtener un retorno de su inversión.

En este capítulo se revisa además la estructura de capital de las empresas centrándonos en las dos formas tradicionales de financiamiento de las empresas (capital variable y fijo) que incluye al análisis el manejo transparente del riesgo, factor clave de la integración financiera. Igualmente, se analiza el papel de otros actores relevantes en la difusión de estructuras de gobiernos corporativos en el proceso de desarrollo de los mercados de capitales, en el aumento de la transparencia en los procesos de toma de decisiones de la empresa: los inversionistas institucionales, las agencias calificadoras de crédito y la banca de inversión. Por último, una conclusión que recoge, desde la evolución de los mercados de capitales de la región, los principales elementos que permiten poner en contexto la iniciativa del MILA, a la luz de los modelos de gobierno corporativo vigentes en los países integrantes de tal iniciativa.

III. 1. El Gobierno Corporativo y la integración financiera

a. Antecedentes

En las últimas dos décadas América Latina ha experimentado un cambio drástico en la composición de sus flujos de capitales, desde un mercado dominado por la deuda pública y un sector empresarial financiado principalmente por préstamos bancarios, hasta la situación actual de un mercado de capitales financiado por deuda corporativa con alto grado de sofisticación y una fuerte tendencia a la integración de mercados subregionales. (Bustillo y Velloso, 2013)

Como respuesta a la crisis de la deuda soberana de comienzos de los ochenta que desestabilizó en gran medida a América Latina, el gobierno de George H. W. Bush diseñó el Plan Brady (1989).⁸⁷ Esta iniciativa tenía por objeto la reestructuración de los préstamos bancarios comerciales en valores negociables líquidos (Tovar y Agnoli, 2008). El Plan tuvo un rol importante en el fomento de un mercado de bonos en América Latina. Comenzó con el desarrollo de un mercado de bonos soberanos emergentes, aumentando de esta forma la confianza de los inversionistas en los mercados emergentes. Se abre así para América Latina una época de desarrollo de un mercado de bonos domésticos más activo, aunque dominado por la deuda del sector público. Si bien el esquema propuesto se refería solamente a la reducción de la deuda, en verdad el Plan Brady constituyó la piedra angular que permitió la formulación del llamado Consenso de Washington de los años noventa (Birdsall, de la Torre y Menezes (2001).

⁸⁷ Llamado así por Nicholas Brady, Secretario del Tesoro de los Estados Unidos (1989).

El Consenso de Washington⁸⁸ fue la respuesta a una década y media de crisis y estancamiento de la producción, crecimiento de inflación y de una profundización del endeudamiento externo de las economías de América Latina en aparente convergencia, como lo que señalara Gore (2000) entre el desarrollismo del Este de Asia y el neo-estructuralismo latinoamericano con una metodología e ideología contradictoria. Representa un cambio de enfoque de una política dirigida por el Estado a una orientada al mercado. Dicho escenario requería de una liberalización comercial y la desregulación del mercado, acompañadas de una estabilidad macroeconómica y una “correcta” fijación de precios de la economía. La respuesta más socorrida en la mayoría de las economías de América Latina fue un proceso de privatización amplio⁸⁹ con el cual se pretendía, entre otras cosas, reducir los enormes déficits fiscales y generar mayor liquidez que estabilizara a las economías; redujera la deuda externa y mitigara las presiones sobre la balanza de pagos al convertir la deuda en acciones patrimoniales de las empresas privatizadas, y cuyo doble efecto fue generar una estructura de precios de la economía adecuada y limitar el papel del Estado a tres áreas básicamente: salud, educación y seguridad.

El cambio más profundo se sintió mayormente en el sector financiero. La liberalización de este sector en América Latina fue muy parecida al que los países desarrollados, especialmente Estados Unidos y Gran Bretaña, habían puesto en marcha pocos años antes (Birdsall, de la Torre y Menezes, 2001). Como consecuencia, el mercado de bonos mostró un crecimiento, posicionándose como segunda fuente de financiamiento en América Latina después de la inversión extranjera directa. (Bustillo y Velloso, 2013) Las reformas generadas a partir del Consenso de Washington en los años noventa estuvieron marcadas por un crecimiento de las emisiones del sector privado, las cuales pasaron de un 35% en los años ochenta al 75% del total de las emisiones.

A finales de los años noventa una serie de acontecimientos económicos y políticos en la región, como la devaluación del real brasileño, las crisis financieras en México y Argentina, la crisis monetaria en Ecuador y en general el descontento de las poblaciones de América Latina por

⁸⁸ Consenso de Washington es un término acuñado por el economista norteamericano, John Williamson, a fines de los ochenta, para resumir un conjunto de políticas acordadas y ya impuestas por el FMI, el Banco Mundial y la Reserva Federal de Estados Unidos a sus deudores latinoamericanos. Ella se resume en 10 acciones: disciplina fiscal, recorte del gasto público, incremento de la base tributaria, liberalización de las tasas de interés, libre flotación del tipo de cambio, liberalización del comercio internacional, liberalización de la inversión extranjera directa, privatización de las empresas públicas, desregulación; y garantías de seguridad legal para los derechos de propiedad industrial.

⁸⁹ Más de 800 empresas públicas fueron privatizadas entre 1988 y 1997.

las malas condiciones de vida, causaron inestabilidad política. (Tovar y Agnoli, 2008) Por otra parte, el porcentaje del flujo de la ayuda oficial al desarrollo se había ya reducido a menos de la mitad, lo que enfatizó aún más el papel de los flujos de capitales privados como la mayor fuente de financiamiento de los países. Aunque tardíamente surgieron voces que atribuían estas crisis al no cumplimiento de una supuesta segunda etapa del Consenso de Washington, que incluía reformas de los sistemas tributarios, expansión de la educación, diversificación económica, etc., no hay nada en el Consenso acerca de estos temas. La verdad es que, aunque bajo los influjos de las políticas impuestas a los deudores se obtuvieron resultados importantes en el plano de las finanzas públicas, los mercados cambiarios y la reducción de los déficits y las deudas, este fue también un período en el cual la pobreza no disminuyó, el tamaño de los servicios públicos se redujo sustantivamente y la desigualdad aumentó en todos los países de la región, como había ocurrido también en Estados Unidos.⁹⁰

Sin embargo, y a pesar de las fuertes críticas a los efectos sociales y políticos del Consenso de Washington, algunos de sus efectos sobre las estructuras económicas y sistemas financieros permanecieron en el tiempo, en casi todas las economías de la región. La decisión de los mismos gobiernos de preservar algunos aspectos del Consenso, en especial los equilibrios macroeconómicos y la apertura comercial, junto con otros factores, como la ausencia de una crisis financiera en América Latina durante la pasada década, mientras ella arreciaba en otras partes, contribuyeron a generar un ambiente de confianza para la atracción de capitales hacia la región.⁹¹

La primera década y media de los años 2000 ha marcado la mayor participación de las economías latinoamericanas en la economía global. Los mercados de capitales han mostrado una mayor cantidad y calidad del crédito, caracterizada por un aumento de la emisión de deuda corporativa (internacional y doméstica), denominada en monedas locales e internacionales en dólares. El fortalecimiento de los marcos regulatorios (reformas de mercados de capitales) e

⁹⁰ El surgimiento de numerosos gobiernos de izquierda en América Latina en los primeros años del milenio fue indudablemente producto del descontento social provocado por esos efectos negativos.

⁹¹ Durante los cuatro primeros años de su gobierno Ignacio Lula Da Silva concentró sus esfuerzos en la reducción del riesgo país, para captar mayor cantidad de inversión extranjera directa, controlar la inflación y fortalecer el mercado financiero, fue así como para finales de 2005 Brasil captó 11,500 millones de dólares en el mercado accionario, debido a la alta rentabilidad que ofrecía la Bolsa de Valores de Sao Paulo, ver A. Dias Leite "Economía brasileira: de onde viemos e onde estamos. Campus, Rio de Janeiro, 2006 En el caso de México, después de la crítica situación de la economía de la segunda mitad de la década de los noventa, la administración de Fox destinó los pocos recursos recaudados a la mejora de la situación del sistema financiero, y postergo las necesidades más inmediatas de la población más pobre del país.

institucionales jugaron un papel importante para la atracción de los flujos de capitales hacia la región.

Según cifras de la Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL), entre 2003 y 2008, la región creció un 5% en promedio. Este crecimiento económico se explica, en gran medida, por una coyuntura económica global muy favorable, un mejoramiento de los términos de intercambio, el crecimiento de las exportaciones, un precio elevado de las materias primas y niveles record de remesas de trabajadores hacia sus países de origen. Para Guillén (2011) este crecimiento se debió también al progresivo abandono de las políticas derivadas del Consenso de Washington, las cuales fueron cuestionadas por las crisis financieras de 1997 que sacudieron a países de América Latina y de Asia. En 2007, la capitalización de mercado culminó con un valor superior al 70%. Sin embargo, como se señala en Núñez, Oneto y Mendes (2009), se observó que una parte importante del incremento “no se debe a la entrada de más empresas al mercado, sino que algunas grandes empresas en países como México, Chile y Brasil estaban capturando el mercado”. De hecho, cabe destacar que el número de empresas por millón de personas disminuyó de 4,6 empresas por millón de personas en 1990 a sólo 2,9 empresas en 2007. (Núñez, Oneto y Mendes 2009).

En el tercer trimestre de 2008, la crisis financiera que se inició en Estados Unidos alcanzó los mercados de capitales de América Latina a través del aumento de los *spreads* de deuda, la caída en los índices de precios de las acciones, el retiro masivo de capital privado de los mercados financieros y un aumento en los costos de los préstamos (Núñez, Oneto y Mendes de Paula, 2009). Frente a esta situación muchas compañías de la región se endeudaron en dólares, pensando que sus monedas locales seguirían fuertes frente al dólar. Sin embargo, muchas de ellas enfrentaron grandes pérdidas. Además, se produjo un incremento en el costo de emisión de deuda nueva, afectando mayormente al sector empresarial. Por tanto, de un crecimiento que había caracterizado el período 2003-2008, la emisión de deuda corporativa cayó significativamente.

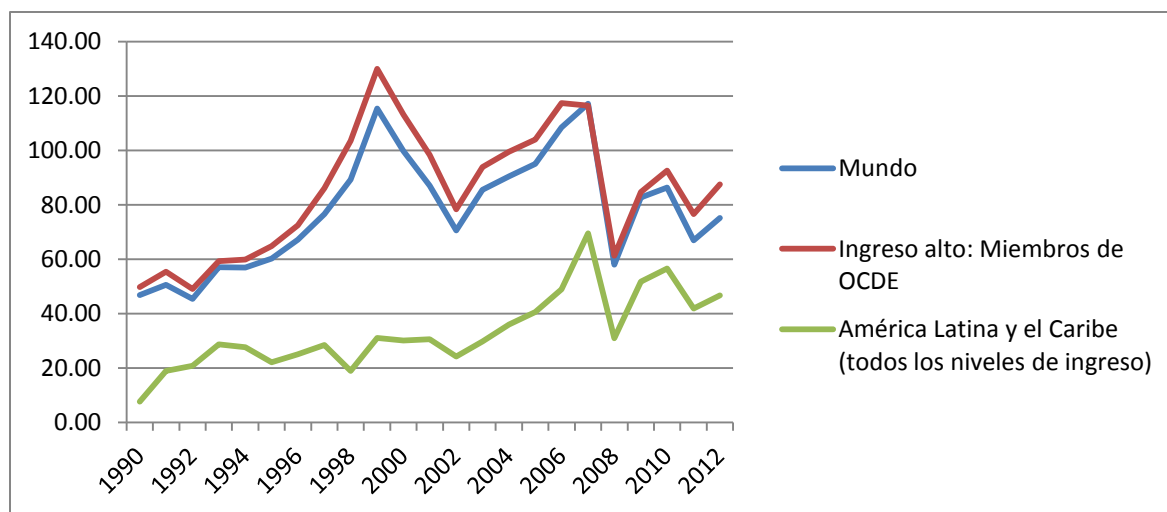
Antes de la crisis financiera del 2008, ya se habían producido algunos shocks corporativos (a finales de los noventa con la crisis asiática) que llevaron a las mayores reformas de los marcos de gobiernos corporativos en los países desarrollados y en desarrollo, aunque en estos últimos no ocurrieron al mismo ritmo. Las reformas fueron dirigidas principalmente a empresas de sectores industriales, repercutiendo directamente en el desarrollo de los mercados financieros. López de Silanes (CEPAL-CAF-BID, 2009) ilustra la evolución comparativa de los mercados

financieros en varias regiones del mundo entre 1990 y el 2007 justo antes de la crisis financiera del 2008.

Como respuesta a la crisis de 2008, las reformas de política macroeconómica no convencionales llevadas a cabo en Estados Unidos dieron lugar a una coyuntura internacional de alta liquidez y bajas tasas de interés particularmente a partir de 2009. Los acontecimientos de 2008 encontraron a América Latina con una macroeconomía estable, con precios favorables de los productos básicos, lo que permitió mitigar los efectos de la crisis e impulsar el proceso de emisión de deuda corporativa, especialmente frente a tasas de interés bajas (Bastos, Kamil y Sutton, 2015). De hecho, en el año 2010 la emisión corporativa en las economías emergentes fue dominada por las compañías de Asia y de América Latina, considerada ésta última por Montoro y Rojas – Suárez (2012) ya en el sendero de un crecimiento económico y de crédito sostenible.⁹²

Según el Banco Mundial, la capitalización total del mercado financiero mundial se incrementó de un 47% del PIB en 1990 a un 117% en 2007, nivel que aún no ha sido posible recuperar desde la crisis financiera de 2008, como lo muestra el gráfico III.1. En contraposición estaban los países de América Latina, con un ritmo de crecimiento de capitalización de mercado más lento con relación al PIB, aunque aún con cierto dinamismo. Durante el mismo período 1990 - 2007, partió de un nivel muy bajo, de apenas cerca de un 8%, alcanzando casi un 70%.

Gráfico III.1 Capitalización en el mercado de empresas que cotizan en bolsa como porcentaje del PIB



⁹² Según Bustillo y Velloso (2013) la emisión de deuda corporativa y bancaria constituyó más de las tres cuartas partes (un 85%) del total de las emisiones, dejando a la deuda soberana atrás con un 14%.

Fuente: World Data Bank. World Development Indicator, 2014

El Teorema Modigliani-Miller, plantea que el tamaño de los mercados de capitales debería ser proporcional al Producto Nacional Bruto (PNB), situación que en la realidad no ocurre, al menos en los mercados menos desarrollados. López de Silanes (2009) plantea que una separación entre propiedad y control y la incorporación de los costos de agencia dentro de un modelo más completo, que reconozca que los valores son más que los flujos de caja que representan, tienen un mayor efecto en el tamaño de los mercados de capitales. En mercados más grandes, el papel de la regulación y del *enforcement* (que incluye el rol de las instituciones) contribuye a frenar los costos de agencia. Las diferencias en los sistemas legales entre países, según La Porta (1998), influyen en el nivel de desarrollo financiero con importantes implicaciones para el crecimiento económico de los países.

Respecto a la evolución de la estructura financiera y la evaluación de la relación entre sistemas financieros y las características legales, regulatorias y políticas clave, Demirguc y Levine (2001) sostienen que, los sistemas financieros subdesarrollados siguen la tradición del derecho civil, lo cual redundaría en una baja protección de los derechos de los accionistas minoritarios y los derechos de los acreedores y una baja implementación de los contratos en general.⁹³

A pesar de las mejoras en los marcos regulatorios e institucionales y las reformas de los mercados de capitales, que incluyen el reforzamiento de aspectos como la transparencia y la revelación de información elementos clave en el buen desempeño de los mercados de capitales, tampoco han posibilitado la recuperación de los niveles previos a la crisis financiera del 2008.

El desempeño económico y social deficiente, que caracterizó el período de reformas promovidas por el Consenso de Washington, ha mostrado que tres supuestos básicos impulsores de dichas reformas resultaron poco ciertos. El primero de ellos se refiere a que una baja inflación y un mejor control de los déficits presupuestarios asegurarían un acceso estable a los mercados de capital internacionales y un crecimiento económico dinámico. El segundo que la integración en el comercio mundial y en los flujos de inversión generaría externalidades positivas.⁹⁴ Por último, que una mayor productividad de las empresas y sectores más dinámicos

⁹³ Según estos autores, la situación que se genera trae aparejado altos niveles de corrupción, estándares contables bajos, regulaciones de banca comercial que restringe fuertemente las actividades de los bancos y tasas de inflación altas.

⁹⁴ De hecho, debido a la naturaleza de los procesos de integración generados por la liberación comercial, estas externalidades pudieron haber sido negativas en términos netos.

se difundiría automáticamente en toda la economía, dando como resultado una amplia aceleración del crecimiento económico.⁹⁵ Para algunos autores los escasos resultados muestran la falsedad de estos supuestos en que se sustentó el modelo propuesto.

III.2 Desarrollo de los mercados de capitales y la integración financiera

El desarrollo de los mercados de capitales globales, de los últimos años, ha sido central en la estrategia de integración financiera global y regional, y particularmente en las decisiones de financiamiento de las empresas. Además del financiamiento tradicional de la banca, se han sumado otras formas de obtención de recursos, como la emisión de valores ligada a los mercados de renta variable y de renta fija, ésta última crecientemente utilizada por las empresas, especialmente en los años posteriores a la crisis financiera de 2008.

Históricamente en América Latina, el tema del financiamiento ha sido el principal problema para el desarrollo empresarial y a ello responde la mayor parte de las iniciativas de integración financiera, tanto interregionales como con otras regiones del mundo. La Alianza del Pacífico, que algunos autores consideran que tuvo su origen en el MILA, lo cierto que ambas iniciativas se han potenciado y se han convertido en un marco importante para la integración financiera que, en última instancia, busca la creación del Mercado de Integración Latinoamericano (MILA).

En su mayoría estas iniciativas persiguen aumentar la profundidad y liquidez de los mercados de capitales de América Latina atrayendo inversión (internacional y regional) y, más específicamente, facilitando las inversiones transfronterizas de instituciones financieras de la región que contribuyan a mitigar el impacto negativo de shocks adversos en los mercados de capitales.

Los procesos de inversión requieren de una disponibilidad y capacidad de las empresas y ahorrantes para invertir en los distintos mercados (acciones y deuda), para agenciarse capital a través de ellos y financiar así los procesos de crecimiento de las empresas y la inserción de los emprendimientos en las cadenas globales de valor. También se requiere de confianza en el funcionamiento de los mercados de capitales nacionales para potenciarlos.

En dichos procesos de inversión, la dimensión regulatoria es un aspecto clave, particularmente aquellas reglas que rigen el accionar de los distintos agentes del mercado, como las empresas y corporaciones privadas nacionales y extranjeras. En este contexto, un marco de gobierno

⁹⁵ A pesar de los esfuerzos y estímulos los factores de producción desplazados de las actividades no competitivas no fueron absorbidos plenamente por los sectores competitivos en expansión.

corporativo sólido contribuye a delimitar las responsabilidades al interior de las corporaciones y garantizar, no solo a los accionistas, sino al mercado en su conjunto, el funcionamiento de un sistema financiero transparente que acreciente la confianza de los inversionistas y ahorrantes. Proveer a los inversionistas de las empresas (privadas y de propiedad estatal) de reglas claras que permitan monitorear el uso adecuado de los recursos invertidos, resulta clave en los procesos de integración financiera.

Tradicionalmente las empresas de América Latina, independientemente del tamaño, se han financiado con recursos internos y con crédito bancario, que ha sido el principal proveedor de capital de corto y mediano plazo para ellas. Sin embargo, cada vez son más los agentes no financieros que irrumpen en los mercados de capitales internacionales colocando valores para financiarse. Desde la década del 2000 y más intensamente a partir de la crisis financiera de 2008, el uso de la intermediación financiera no bancaria se ha incrementado sustancialmente. Este es un proceso que se ha dado en la economía mundial y del cual América Latina no ha estado ajena.

La crisis financiera y los cambios en la estructura del sector financiero (reducción de las Ofertas Públicas Iniciales) han allanado el camino a otras opciones de financiamiento, vía instrumentos de deuda, internacional, eurobonos (eurodólares o *global bonds* como también se les conoce)⁹⁶ y otros títulos de valores, los que se han convertido en una alternativa atractiva para las grandes empresas y crecientemente para aquellas de menor tamaño. De hecho, algunas empresas asesoras de inversión, desde 2008, se han preocupado de desarrollar estrategias de administración de volatilidad, las cuales se basan en la premisa de que el riesgo es más alto en períodos de alta volatilidad.⁹⁷

Lo anterior ha puesto en alerta obligada a las instituciones regulatorias de los países que han tenido que redoblar esfuerzos (con regulaciones, estándares y códigos de buenas prácticas) para adelantarse a posibles conflictos que puedan generarse y poner en riesgo al sistema financiero. En este marco, el funcionamiento deficiente de las estructuras de gobierno corporativo es también un factor de riesgo, como se pudo ver durante los episodios de la crisis del 2001, y posteriormente durante la crisis financiera de 2008 en Estados Unidos y otros países incluidos los de América Latina, aun con secuelas para el sistema financiero internacional.

⁹⁶ Se trata de emisiones en moneda y plaza distinta a la del emisor.

⁹⁷ Según Standard & Poor's (2015) después de la crisis de 2008, los inversionistas han reducido su exposición a las acciones, lo que ha generado que, ante un aumento en la volatilidad, las pérdidas son menores.

En este escenario, el desarrollo de los mecanismos de financiamiento de las empresas y el papel de las estructuras de gobierno que acompañan dichos procesos de financiamiento para facilitar la transparencia y la rendición de cuentas, son clave. Resulta pertinente una breve contextualización del desarrollo de los mercados de capitales en América Latina, particularmente en aquellos países que conforman la iniciativa del Mercado de Integración Latinoamericano (MILA), a partir de la revisión de la información estadística sobre emisiones (renta variable y emisiones de instrumentos de deuda) registrada por el Banco de Pagos Internacionales (BIS), el FMI, la Federación Mundial de Bolsas y algunos servicios privados proveedores de información corporativa como Bloomberg, Standard and Poor's, IQ Capital, Thomson Reuters, entre otros.

Debido al crecimiento acelerado de las emisiones de títulos de deuda de las empresas de los últimos años, la heterogeneidad de sus estructuras y a un gobierno corporativo limitado e incompleto para atender los desafíos que presenta el desarrollo de estos mercados, estos temas estarán en el centro del análisis.

El diseño de un modelo, que incluye el comportamiento de ciertas variables (macro y de la empresa) y de emisiones internacionales de bonos para los cuatro países (Chile, Colombia, México y Perú) integrantes de la iniciativa del MILA más Brasil, durante el período 2005-2015, será presentado y analizado en el siguiente capítulo. Los resultados tendrán su base en la información obtenida a partir de la información recogida por Bloomberg.

a. Escenario internacional

El papel creciente del sector empresarial en la coyuntura internacional actual obliga a incorporar esta dimensión, con mayor énfasis, en los análisis de mercado. Hacia fines de 2014 se produce un cambio de escenario fundamental de los mercados de capitales. Con el retiro de la política estadounidense de estímulos monetarios en manos de la Reserva Federal (anunciada a mediados de 2013), a través de la compra de activos (QE3), que durante 6 años trasladó liquidez hacia las economías en desarrollo, financiando las inversiones corporativas, llegó a su fin en octubre de 2014.

Dicha situación, aunada al alza de la tasa de interés en Estados Unidos, plantea nuevos desafíos a la economía mundial, especialmente a las economías emergentes, en un contexto de desaceleración de la economía china, con un crecimiento que pasó del 7.3% en 2014 al 6.9% en el 2015, confirman una desaceleración de la economía mundial. Ello tiene un impacto

negativo para América Latina, que de acuerdo a cifras de la CEPAL alcanzó un -0.5% de crecimiento en el 2015, ya que China es el principal comprador de *commodities* de la región, además de ser el principal emisor de acciones y deuda de las economías emergentes (OECD, 2014). Ese impacto ha sido mayor en América del Sur, donde se concentran los principales exportadores a China; mientras el norte depende más del desempeño de la economía norteamericana, a la cual van la mayoría de las exportaciones de México y Centroamérica.

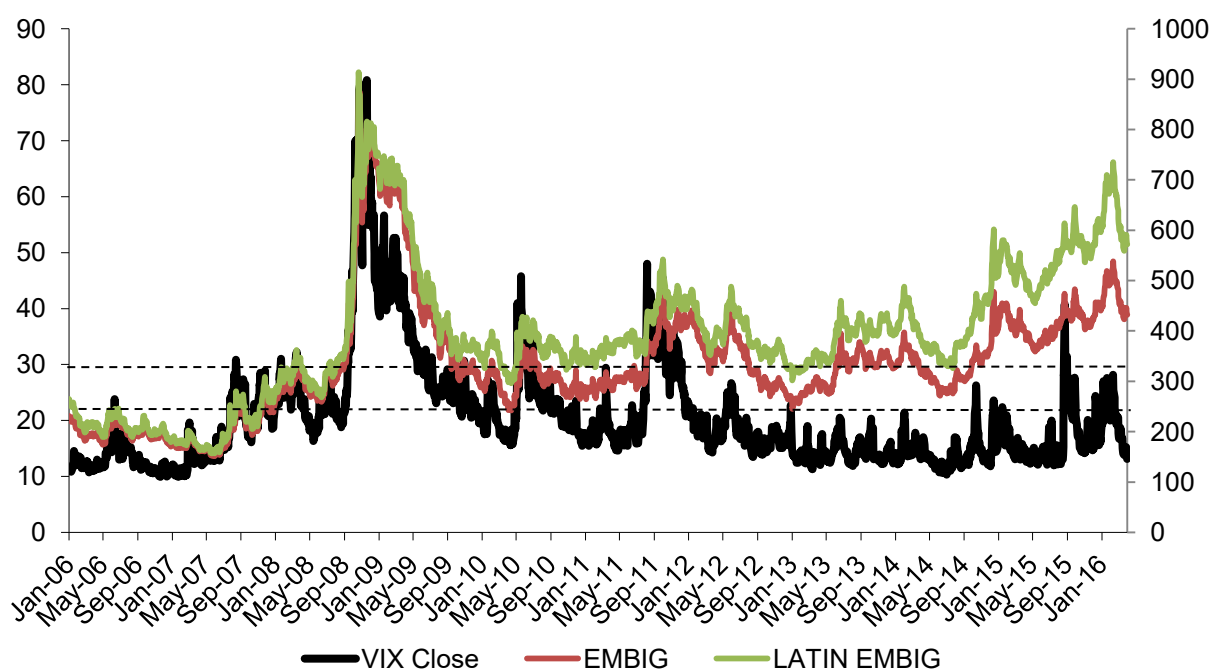
Por otra parte, la Zona Euro, a pesar de todos los esfuerzos desplegados por parte del Banco Central Europeo, muestra un crecimiento heterogéneo que alcanza en 2015 el $1,7\%$, con repercusiones importantes en términos de falta de competitividad, niveles de desempleo altos, impacto negativo en el comercio global y luchando para no entrar en una recesión. Por último, la economía japonesa ya en recesión con un crecimiento en el 2015 de 0.475% .

No obstante, el fin del programa de estímulo QE3 de la Reserva Federal, los niveles de liquidez en los mercados financieros internacionales se han tratado de mantener productivo, en gran medida, de la puesta en marcha de programas de estímulos monetarios del Banco Central de Japón y la puesta en marcha del plan de estímulo de los bancos centrales europeos. El conjunto de medidas adoptadas ha conducido a las principales economías desarrolladas a la adopción de políticas monetarias expansivas (CEPAL, 2014).

Por otra parte, los cambios en los portafolios externos han propiciado una volatilidad cambiaria que puede observarse a través del movimiento del Índice de volatilidad (VIX) del Chicago Board Options Exchange (CBOE), el cual después de permanecer por mucho tiempo por debajo de 20, valor considerado de baja volatilidad en los últimos meses del 2014 volvió a niveles de 30 de mayor volatilidad, como se puede observar en el gráfico III.2, aunque durante el primer trimestre de 2015 tendió a estabilizarse por debajo de 20 pero con algunas subidas puntuales en el tercer trimestre. En el modelo *probit* propuesto en el siguiente capítulo se ha incorporado la variable de volatilidad (VIX) como una variable de control. Junto con la volatilidad, la vulnerabilidad regional reflejada en el índice de retorno de bonos de diferentes países de América Latina, recogido por el Latin EMBI, que muestra el movimiento de *spreads* altos, y enciende luces de alerta respecto a los niveles de riesgo de los mercados, lo cual también es posible observar en el gráfico III.2.

Gráfico III.2 EMBIG de J.P. Morgan y el Índice de Volatilidad de CBOE

(Izquierda: puntos básicos; derecha: cierre del VIX)



Fuente: CEPAL en base a la información de Índice de bonos de mercados emergentes de JP Morgan (EMBI) y de la Bolsa de Opciones de Chicago (CBOE) www.cboe.com/micro/vix/historical.aspx.

Este escenario de desaceleración mundial y regional, con un entorno económico complejo, requiere atenuar la volatilidad de la aplicación de instrumentos monetario-cambiaros y construir instrumentos que reduzcan la volatilidad del financiamiento a la inversión a lo largo de las distintas fases del ciclo económico, acompañados de una regulación macro prudencial que ayude a enfrentar los desafíos del nuevo escenario.

Cifras del Banco de Pagos Internacionales (BIS) constatan la urgencia de una acción concertada a nivel internacional. Durante 2014, los emisores de mercados emergentes emitieron un total de 2.6 billones en valores internacionales de deuda, 75% de los cuales fueron en dólares. Una situación similar es la de los créditos transfronterizos de bancos internacionales, los cuales alcanzaron los \$ 3.1 billones de dólares a mediados de 2014. La magnitud de las cifras da una idea de las vulnerabilidades a las que podrían estar expuestas

algunas monedas en el mundo y particularmente en la región,⁹⁸ ante un mayor fortalecimiento del dólar. (Quarterly Review, diciembre 2014).

Inserta en estos procesos, América Latina enfrenta también una amenaza, a pesar de los esfuerzos de algunas de sus economías por des-dolarizarse y acrecentar un mercado de capitales interno en moneda local, como ha sido por ejemplo el caso de Perú en los últimos años (Gelos y Werner, 2014)⁹⁹ por los efectos de un aumento de la fortaleza del dólar que podría exponer a algunas economías de la región a las vulnerabilidades financieras y dañar la capacidad crediticia de sus empresas (BIS, Quarterly Review, diciembre 2014).

Del total de emisiones de títulos de deuda que reporta América Latina, solo el 3% han sido en monedas locales (CEPAL, 2014). Ello no sólo se debe a que la mayoría de los *commodities* son cotizados en dólares. De acuerdo a cifras de CEPAL, también 79.25% de las emisiones internacionales de deuda durante 2014 fueron en dólares; aunque hubo una disminución de 3.4% con relación a 2013, la exposición aun es considerablemente alta. No ocurre lo mismo en Europa, donde las emisiones en euros casi se duplicaron con respecto a 2013 alcanzando un 13%, como producto de las bajas tasas de referencia y por la implementación del plan de estímulo, que llevó a inversionistas a trasladar sus inversiones de dólares a euros. A pesar de ello, las condiciones de incertidumbre de algunas economías de la zona euro, demandan mayor atención y coordinación de políticas de las autoridades regulatorias.

En este escenario la evolución de riesgo es un indicador importante para medir las vulnerabilidades de las economías. Por ejemplo, en el caso de América Latina el índice global *de spreads* (indicador que muestra el nivel de riesgo) de JP Morgan de los últimos 3 años que

⁹⁸ El colapso en el valor de muchas monedas, incluidas algunas de América Latina, tendrá un impacto inmediato en las condiciones de las economías locales, en términos de un deterioro de la cuenta corriente – particularmente aquellos cuyos principales ingresos provienen de *commodities*, que vieron una caída importante en los precios internacionales - y la política monetaria de los países. Ver: The Economist Intelligence Unit (2015). Growth in an uncertain global environment. The outlook for Latin America.

⁹⁹ García-Escribano y Sosa (2014), desarrollan un modelo en el que muestran cuatro casos exitosos de desdolarización de economías de América Latina, considerada una de las regiones más dolarizada del mundo, a través de créditos y depósitos impulsados por estabilidad macroeconómica, la incorporación de políticas prudenciales (administración activa de requerimientos de reserva, por ejemplo), como una forma de reflejar de mejor forma el riesgo de moneda y el desarrollo de un mercado de capitales en moneda local. Los principales resultados fueron que: los mayores impulsores de la desdolarización de los depósitos son distintos a los de los créditos; la tendencia a la apreciación experimentada durante la última década ha sido clave en la desdolarización de los depósitos en los países analizados; que la introducción de otras medidas prudenciales para crear incentivos para internalizar los riesgos de la desdolarización ha fomentado la desdolarización del crédito, la extensión de la curva de rendimiento de la moneda local ha facilitado la desdolarización del crédito; y la desdolarización de los depósitos ha contribuido también a la desdolarización del crédito.

muestra el gráfico III.3, evidencia la existencia de dos tipos de grupos de países en la región, aquellos considerados solventes con grado de inversión¹⁰⁰ percibidos por los inversionistas como de bajo riesgo entre ellos Chile, Perú, México y Uruguay; y los de alto riesgo como Argentina, Brasil, Ecuador y Venezuela. Entre los países con grado de inversión existe una cierta heterogeneidad. Sin embargo, es interesante observar que los países que presentaban los mejores *spreads* durante el 2014 tuvieron un aumento considerable durante el 2015 (ver cuadro III.3). Chile con el más alto grado de inversión y que había mostrado los *spreads* más bajos 146 puntos base, alcanzó los 253 puntos base a finales de 2015. Perú, aun cuando cerró 2015 con los mejores *spreads* de la región (240 puntos base), también mostró una subida importante con relación al 2014 (169 puntos base). México pasó de 188 puntos base en 2014, a 315 puntos base al cierre de 2015. Por último, Colombia fue el que mostró la mayor alza entre los países del MILA, se desplazó de los 172 puntos base en 2014 a 317 puntos base a finales de 2015. A partir del 3er trimestre de 2014 y durante todo el 2015 el conjunto de los países de la región incluidos los 4 países del MILA presentaron aumentos considerables de *spreads*.¹⁰¹ Cabe mencionar que una variable de riesgo constituida por el índice CEMBI será incorporada en el modelo *probit* del capítulo IV. Ella mide una canasta líquida de bonos corporativos de 51 economías emergentes, que incluye a los países del MILA más Brasil, y tiene restricciones en la calificación.

Cuadro III.1 Niveles de spread por país

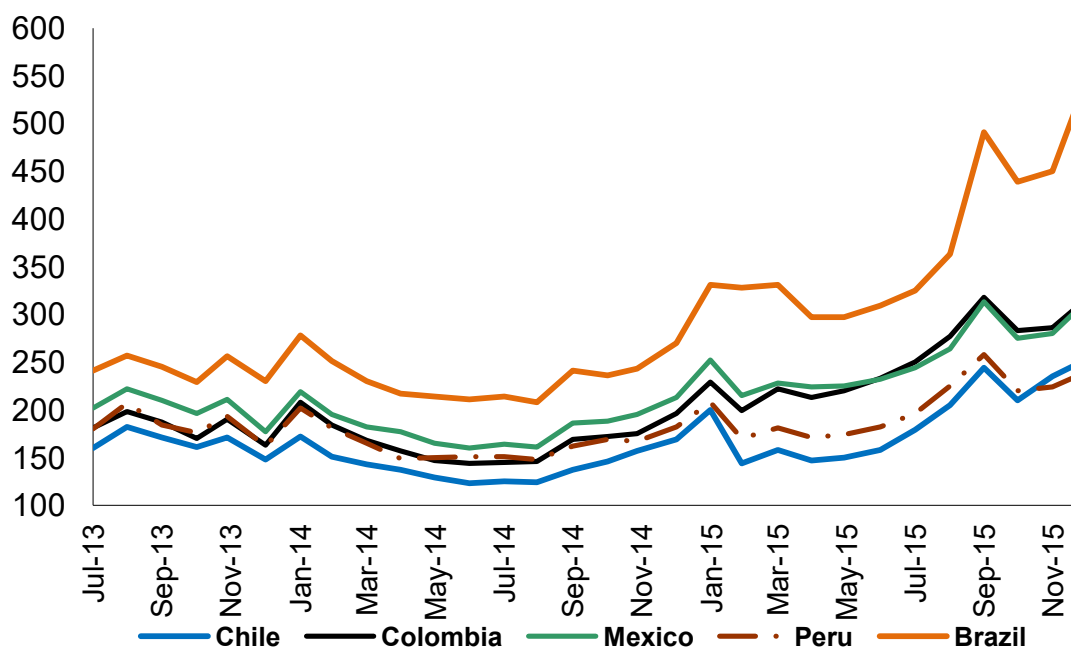
País	31-Dec-2015
Peru	240
Chile	253
Uruguay	280
Mexico	315
Colombia	317
Argentina	438
Brazil	548
Ecuador	1266
Venezuela	2807

Fuente: elaboración propia en base a la información de JPMorgan (2016)

¹⁰⁰ Según CEPAL en base a los datos de Latin Finance, JP Morgan y Bank of America el 76% de emisiones internacionales de bonos son grado de emisión. Hubo sin embargo una caída de 23% de los bonos considerados de alto rendimiento, (7% menos que en 2013, pero aun arriba del nivel de 2012) que se han visto beneficiado de las tasas de interés bajas. El esperado aumento de las tasas de interés para mediados de 2015, por parte de la Reserva Federal de EEUU podría complicar el acceso de las empresas de la región a este tipo de inversiones de alto rendimiento

¹⁰¹ Para más detalles ver: CEPAL (2015), Capital Flows to Latin America and the Caribbean: Recent Developments, Washington office, December.

Gráfico III.3 Spreads sobre EMBI Global (JPMorgan) y Latin America Composite
(Puntos base)



Fuente: Comisión Económica para América Latina y el Caribe, diciembre 2015

Asociados a estos *spreads* se encuentran las calificaciones de crédito a este grupo de países durante el 2014 por parte de las 3 principales calificadoras internacionales de riesgo (Fitch, S&P y Moody's). Chile con la mejor calificación de riesgo Aa3/AA-/A+; México BBB+/ A3; Perú BBB+/ A3; y Colombia quien también vio mejorada su calificación a Aaa2. Todos estos aumentos de calificación respondieron a razones variadas de coyuntura (reformas de mercados de capitales, energéticas, fiscales, etc.) mandando señales de fortaleza de las economías de la región al mercado global. En 2015 algunas de las calificaciones sufrieron una merma por ejemplo Brasil que vio disminuida en agosto 2015 su calificación por parte de Moody's de una Baa2 a una Baa3, mientras que S&P la redujo en septiembre por debajo de grado de inversión de BBB- a BB+, al mismo tiempo su nivel de spread alcanzó los 548. El cuadro III.2 muestra una síntesis de las calificaciones de crédito de los países del MILA más Brasil de las principales calificadoras internacionales, para finales de 2015.

Cuadro III.2 Calificación de crédito de los países miembros del MILA más Brasil (2015)

País	Moody's	S&P	Fitch
Brazil	Baa3	BB+ (-)	BBB- (-)
Chile	Aa3	AA-	A+
Colombia	Baa2	BBB	BBB
México	A3	BBB+	BBB+
Perú	A3	BBB+	BBB+

Fuente: Basado en CEPAL 2015

Lo cierto es que algunos de los resultados antes presentados respecto al desempeño de ciertas economías de la región, dan elementos que permiten pensar que una integración financiera incipiente entre las economías del MILA apuntaría en el sentido correcto de un impulso al desarrollo de los mercados de capitales. Dado el tamaño de los mercados individualmente, sería conveniente aprovechar las economías de escala, darles mayor liquidez a los mercados más pequeños e incentivar a los inversionistas, especialmente a los institucionales, a incrementar su participación en estos mercados. La necesidad de diversificar el riesgo¹⁰² requiere que los inversionistas puedan adquirir valores de un número suficientemente grande de empresas, con niveles y características de riesgo distintas. Es este el verdadero potencial de una integración regional, comenzando con la experiencia incipiente de la iniciativa del MILA.¹⁰³

III.3 Mercado de capitales de América Latina: financiamiento de las empresas (acciones y deuda), transparencia y manejo del riesgo en la integración financiera.

En la sección anterior, se identificaron algunos aspectos del contexto global en el que iniciativas de integración como el MILA pueden ayudar a contrarrestar la desaceleración y dinamizar el crecimiento económico en un entorno externo complejo. Por ello que resulta conveniente analizar más en detalle las características de los mercados financieros latinoamericanos, particularmente los que conforman la zona del MILA.

Considerando que el objetivo último del proceso de integración financiera de la región es contribuir al desarrollo, la profundización y el aumento de liquidez de los mercados de capitales,

¹⁰² Riesgo que se observa a través de la volatilidad promedio de las acciones más transadas en los diferentes mercados, el cual es muy cercano al Índice de volatilidad registrado por JPMorgan. Ver el índice bursátil de acciones líderes publicado por la Federación Latinoamericana de Bolsas en: <http://www.fiabnet.org/anuarios/Anuar-13web.pdf>

¹⁰³ Brasil, el mercado más grande de la Región ya ha comenzado a hacer los primeros movimientos para incrementar su presencia en la zona MILA. Recientemente BOVESPA anuncio la compra del 10 % de la Bolsa de Chile (abril 2014)

a través de atraer inversiones financieras que contribuyan a generar financiamiento privado para los proyectos empresariales, la demanda de un marco que incluya la dimensión de gobierno corporativo, con reglas claras e incentivos transparentes, acorde con los desafíos del presente, es clave en la estrategia de las empresas. Las áreas que deberían cubrir dichos marcos son variadas, por ejemplo, recoger el impacto de los avances tecnológicos en el funcionamiento de los mercados que, además de contribuir a acelerar los procesos de integración financiera, también planteé desafíos importantes en términos de los marcos regulatorios y el *enforcement*.

Un sistema electrónico no solo facilita las operaciones transfronterizas a través de zonas integradas y contribuye positivamente a detectar, atender y mitigar los impactos negativos de shocks adversos en los mercados internacionales de capitales, sino que también abre áreas nuevas, sobre las cuales es necesario regular. En otras palabras, el proceso de integración financiera, especialmente con el uso creciente de la tecnología,¹⁰⁴ requiere necesariamente de armonizar leyes y regulaciones que rigen el funcionamiento de los mercados de capitales y por ende de las empresas. En este sentido, las prácticas de gobierno corporativo armonizadas, que respondan a estándares internacionales y no solo a códigos de buenas prácticas, son un elemento clave en la buena conducción de los procesos de integración, en términos de transparencia y revelación de información veraz y oportuna sobre el accionar de las empresas que interactúan en los distintos mercados. Isaksson y Celik (2013) afirman que “los incentivos y capacidades de los propietarios, intermediarios, miembros de los directorios, gerentes, y grupos de interés dependen del ambiente en el que operan las corporaciones”. Se requiere de un ambiente positivo de reglas claras que reduzcan las asimetrías de información en los mercados y que al mismo tiempo incentiven la innovación en el sector. Una breve revisión de los mercados de acciones y de renta fija desde un análisis de gobierno corporativo complementaría el escenario planteado aquí.

a. Mercados de Renta Variable

Las fuentes de financiamiento para la formación de capital han sido los mercados de renta variable (acciones) y de renta fija (bonos). Lo central detrás de las decisiones de inversión en este tipo de instrumentos es la composición y el costo del capital. Los mercados de renta variable o de acciones son el único instrumento financiero estandarizado cuyo objetivo ha sido

¹⁰⁴ Se calcula que actualmente el 15 % de las operaciones bursátiles se realizan electrónicamente. En el 2012 era de 12%

el de financiar y crear valor; es además un instrumento asociado directamente a la incertidumbre. En el desarrollo de este mercado, las regulaciones del gobierno corporativo determinan las condiciones bajo las cuales las empresas acceden a los mercados públicos de acciones. Los cambios en las condiciones de mercado influyen en gran medida en las decisiones financieras de la empresa. Si aumenta el costo relativo de capital en los mercados públicos de acciones, lo más probable es que las empresas permanezcan en los mercados privados. (Bharath and Dittmar, 2006). O bien, si baja el costo de financiar la deuda (bajas tasas de interés), entonces aumenta el costo de intermediación, lo que implica que suba el costo relativo de financiamiento de capital público vía acciones.

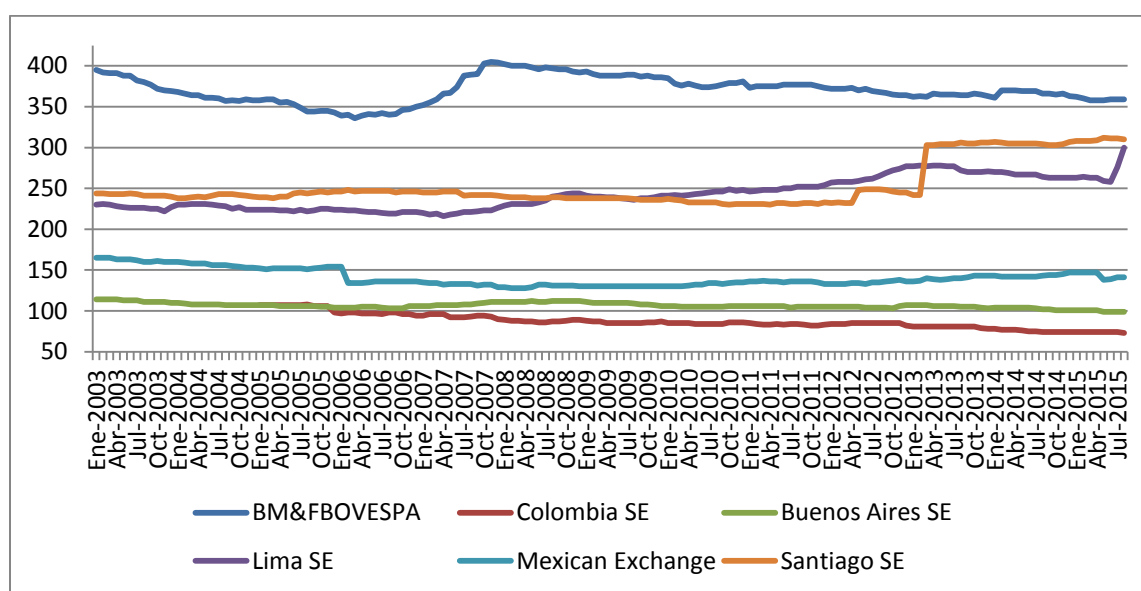
En los últimos años, la irrupción de inversionistas institucionales en los mercados de acciones ha sido un cambio en las condiciones que vale la pena resaltar. Entre los fondos de pensiones, los fondos mutuos y las compañías de seguros (considerados los inversionistas institucionales tradicionales) concentran cerca de la mitad de las acciones listadas en el mundo. Entre 1995 y 2010 su participación creció 40%, lo que, en términos de montos, alcanza los USD 26 billones. (OCDE, 2013). Estos actores son centrales en el mercado y por supuesto en el desarrollo de los gobiernos corporativos, ya que es creciente su participación en los niveles de decisión de las empresas donde invierten.

No obstante, desde la crisis de 2008, el número de empresas individuales que acceden a capital a través del mercado público de acciones, así como el número de ofertas públicas de acciones (OPA) y el valor total de capital recogido a través de este mercado han caído de manera importante. Este fenómeno ha impactado a todos los mercados en general, pero especialmente a las economías de la OCDE que, durante la década de los noventa, recibían el 82% del total de capital de riesgo de los mercados públicos de acciones y que a partir de la década del 2000 se ha visto reducida a la mitad (OCDE 2013).

En los mercados emergentes, el crecimiento real de las Ofertas Públicas de Acciones (OPA) en 2006 alcanzó un valor similar al de Estados Unidos. Esta tendencia continuó hasta 2010, cuando el valor total de OPAs alcanzó los US\$ 90 mil millones casi dos veces la emisión de acciones de Estados Unidos. Entre los países del MILA en 2014, el crecimiento de las OPA fue liderado por Chile, con 328 millones de dólares, (MILA 2014); mientras que Brasil ha visto disminuir su participación en ese mercado año con año desde la década pasada. Uno de los factores que más ha impactado la capitalización de ese mercado ha sido la reducción en el número de empresas listadas en las bolsas.

En general, el número de empresas listadas en bolsa de algunos países de América Latina es aún limitado; en algunos casos cayó de manera importante durante el período 2009-2013, como se observa en el gráfico III.4. Por otro lado, hay una importante concentración del mercado en pocas acciones. Ambas situaciones, además de impactar negativamente en el crecimiento global de capitalización del mercado de acciones, tienen consecuencias a nivel de gobierno corporativo, ya que conducen a estructuras de propiedad menos dispersa de las empresas individualmente¹⁰⁵, no solo en términos del número sino también en cuanto a la alta participación de valor total de mercado.¹⁰⁶

Gráfico III.4 Número de empresas listadas en bolsas de América Latina



Fuente: World Federation of Exchanges, 2015

El nivel de capitalización de los principales mercados accionarios de la región en relación al volumen de acciones transado y respecto al producto interno bruto (PIB) es aún bajo, si se compara con otras regiones del mundo. El gráfico III.5 muestra el comportamiento de las acciones en montos de las principales bolsas durante los últimos tres años.

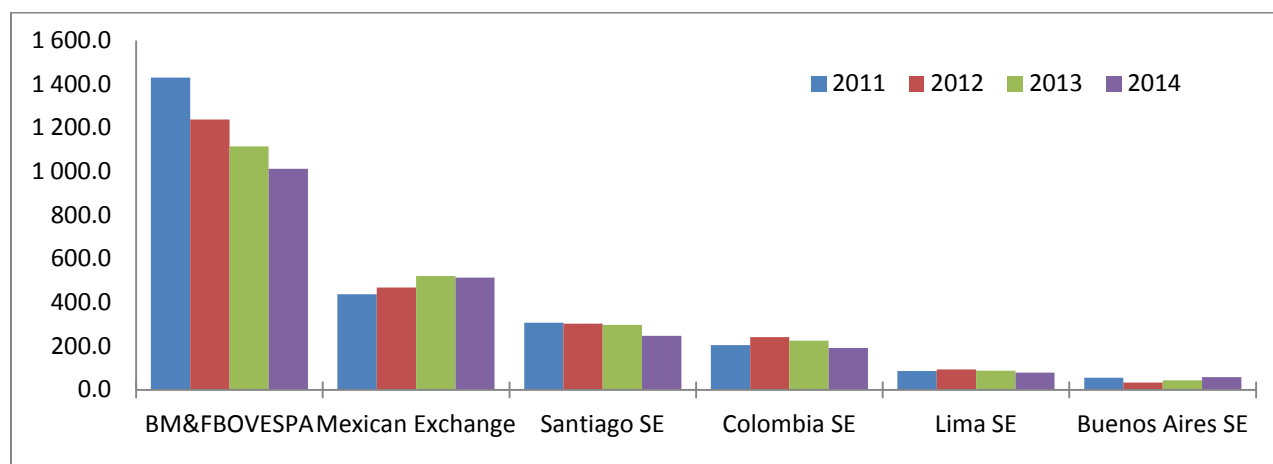
Respecto a la clase de acciones, de acuerdo a datos de Bloomberg (2016) Chile, Colombia y México son los países que tienen más empresas con un solo tipo de acción. Al analizar si los

¹⁰⁵ En algunos casos la propiedad dispersa puede plantear problemas de agencia (principal – agente), ya que en algunos casos el cuerpo ejecutivo de la empresa adquiere mayor control sobre las decisiones de administración.

¹⁰⁶ Según Issakson & Celik (2013). La participación de la capitalización en el mercado global de estructuras de propiedad dispersa ha caído alrededor de un 30%.

distintos tipos de acción dan a su portador el mismo derecho de voto, Chile y México tienen el mayor tratamiento equitativo (una acción un voto) de los accionistas de las principales empresas.¹⁰⁷ El 42% de las empresas brasileñas tienen más de una clase de acción con distinto derecho de voto.

Gráfico III.5 Capitalización de mercados accionarios de América Latina
(millones de dólares)



Fuente: Fuente: Elaboración propia en base a los datos de World Federation of Exchanges, 2015

El fenómeno de acciones deslistadas no es nuevo ni tampoco particular de los mercados bursátiles de la región. El número de acciones deslistadas de las bolsas ha crecido en los últimos años en el mundo y una de las causas, según el London Stock Exchange (LSE), es la incapacidad de las empresas de obtener financiamiento adicional vía las acciones. Hay una relación directa asociada a minimizar los costos de capital y con ello maximizar el valor de la compañía. Otro de los hallazgos del estudio es que las empresas que deslistan sus acciones presentan niveles más altos de apalancamiento en comparación con las que permanecen listadas. Esto podría ser interpretado desde distintas perspectivas, pero sin duda una de ellas se refiere a los mecanismos de autocontrol y selección de los mercados y otra a la transparencia de la información tendiente a disminuir las asimetrías, que es recogida también por otros mercados, como por ejemplo el de deuda. Un análisis más detallado, desde la perspectiva del gobierno corporativo, sobre las empresas que deslistan sus acciones de las bolsas de valores de la región, resultaría particularmente interesante, ya que plantea la

¹⁰⁷ Solamente el 1,4% de las empresas chilenas y el 4% de las mexicanas no cumplen el principio una acción un voto.

importancia de alinear los intereses de los accionistas con el desempeño de la empresa de más largo plazo.¹⁰⁸

Los altos costos de intermediación, la percepción de los accionistas respecto a los mecanismos de mercado, la creciente presencia en la toma de decisiones de inversionistas intermediarios como son los asesores *proxy*, gestores de activos y otro tipo de servicios de intermediación, exacerbados por los avances tecnológicos y muchas veces sus intereses poco alineados con el modelo o estrategia del negocio y con las prioridades e incentivos de largo plazo de los gobiernos corporativos, son todos aspectos que hacen necesario un marco normativo amplio que cubra las distintas aristas de la actual realidad de los mercados, así como también una acción decidida de las autoridades reguladoras. Estos aspectos, aunados al análisis de los inversionistas respecto del riesgo relativo (ajustado a la tasa de retorno sobre el capital de emitir acciones versus otras formas de inversión) han terminado por desincentivar el crecimiento de los mercados de renta variable.

El modelo *probit* presentado en el siguiente capítulo incorpora como una variable de control la llamada Stock Market Turnover¹⁰⁹, aquella relacionada con la velocidad en que son transadas las acciones, en relación a la capitalización promedio del mercado. Dicha información es obtenida desde las distintas bolsas de valores.

b. Mercados de Renta Fija

Según la OCDE (2014), durante los últimos 15 años las empresas han accedido a capital a través del mercado primario de bonos corporativos. Las emisiones de empresas no financieras a nivel global se han más que duplicado, desde 2008 constituyen el 46% del monto mundial. El promedio anual de ingresos de estas empresas se ha incrementado en casi 75%, alcanzando una participación de 17% en los ingresos globales.

¹⁰⁸ Aunado al deslistamiento de acciones está el tema de la concentración. Según datos de Bloomberg, los países de la región con mayor concentración del control en manos de los mayores accionistas de la región: Perú, Brasil, Argentina, Chile, México y Colombia. Al parecer es más acentuado en empresas de Brasil y Perú donde un mayor número de firmas es controlado por tres accionistas solamente. Los tres mayores accionistas tienen en promedio un 82% del control en firmas peruanas, 75% en Brasil, 73% en Argentina, 69% en Chile, 65% en Colombia y un 62% en México. Según Young *et al.* (2008) esto es producto de un ambiente institucional por el cambio de manos de la dirección de la empresa y para minimizar los potenciales conflictos de interés entre el principal y el agente

¹⁰⁹ Sobre la definición ver: <https://www.world-exchanges.org/home/index.php/statistics/statistics-definitions>.

El principal emisor de deuda corporativa ha sido Estados Unidos. En 2013 tenía una participación del 33% del volumen global. Alemania, disminuyó su participación, ese mismo año alcanzó un 19%, mientras que la participación del Reino Unido fluctuó entre 15 y 20%.

En América Latina, la emisión de deuda corporativa alcanzó alrededor de 64% en 2015, 17% menor al valor alcanzado en el 2014. La deuda de cuasi-soberanas y supranacionales llegó a 55% en 2015, 19.5 % superior a la del 2014, y muy por encima de los niveles de 5% que alcanzan los bancos, quienes también vieron reducida su participación en un 50% con relación al 2014. (CEPAL, 2015)

El costo de capital ha aumentado y el rendimiento de los bonos con grado de no inversión ha sido menor a la rentabilidad de los beneficios en renta variable. Esto ha tenido un impacto en cuanto al aumento de la brecha entre el costo de capital propio y la emisión de deuda, algo que sin duda ha incentivado el incremento de las emisiones y el retiro de capital para financiamiento.

A diferencia del mercado de renta variable, el número de empresas emisoras de deuda internacional aumentó en el mundo, durante el período 2008-2013, en 64%. Para el 2013, las emisiones de las empresas financieras y no financieras alcanzaron un total de US\$ 1.6 billones, debido fundamentalmente a dos hechos: 1) una disminución de los préstamos bancarios a las empresas no financieras; y 2) los bajos niveles de las tasas de interés. (OCDE 2014)

Una posible determinante de esa mayor demanda por deuda corporativa puede ser explicada por la necesidad de inversión de las empresas. Medir esta variable puede ser complejo ya que requiere incorporar expectativas respecto al mercado futuro. Por ello en el modelo presentado en el siguiente capítulo se eligió el gasto en capital (CapExp) como variable de control que mide dicho impacto. El supuesto detrás de esta variable es que el nivel de inversión en el período anterior se mantendrá en el futuro.

Por otra parte, la baja tasa de interés en Estados Unidos de los últimos años fue un importante estímulo del aumento de las emisiones internacionales. Por cierto, dichos movimientos de tasas han estado directamente asociados al comportamiento del ciclo económico. Uribe y Yue (2005) demuestran que también el comportamiento de ciertas variables domésticas explica la dinámica de las tasas de interés. Lo cierto es que la mayoría de los análisis sobre la dinámica de tasas se enfocan en el comportamiento de las tasas de los bonos de deuda soberana. Poca atención,

en cambio, se ha puesto al papel del riesgo empresarial en el crecimiento de las economías y en especial en las economías emergentes.¹¹⁰

Respecto a cuánta información sobre el ciclo económico contienen las tasas de interés que pagan las empresas privadas en los mercados internacionales, Fernández y Gulán (2012) sostienen que las tasas de interés sí contienen información sobre el ciclo económico y afirman que en algunos países incluso es posible comparar las tasas soberanas (EMBI) con las tasas empresariales (CEMBI). En su análisis observaron que en la mayoría de los casos las tasas empresariales son más volátiles y muestran una correlación mayor, en términos absolutos, con el ciclo económico.¹¹¹

Además de las bajas tasas de interés, un incentivo para el aumento de las emisiones internacionales ha sido el impuesto corporativo. Un primer efecto del impuesto, se refiere a la ventaja de financiar deuda sobre el financiamiento del capital, el cual aumenta el costo relativo del capital sobre la deuda.¹¹² Un segundo efecto del impuesto corporativo es el aumento del uso de cuentas *off-shore* en franco crecimiento por parte de las empresas, a través de subsidiarias o bien bancos que operan en ciertas plazas, como una forma que las empresas tienen para adquirir efectivo. Traer de vuelta los recursos a los países se traduce en un pasivo por impuesto. Según los datos basados en la información de Bloomberg, los montos de las operaciones *off-shore* en los cuatro países del MILA + Brasil en el período 2005-2014 alcanzaron los US\$ 66 mil millones equivalente al 17% del total de las emisiones internacionales de bonos. Un tema que ha concitado la atención y una acción concertada de las

¹¹⁰ En el caso de las economías emergentes Neumeyer y Perry (2004) en un estudio demostraron que las tasas que deben pagarse en estas economías son un buen indicador del ciclo económico futuro por su correlación negativa con éste. En época de auge las tasas de interés bajan y en la parte baja del ciclo las tasas de interés suben, situación que genera a su vez una baja de la actividad económica.

¹¹¹ Así como las tasas de interés van en sentido opuesto al ciclo, lo sorprendente de los resultados de su investigación es que la dinámica del apalancamiento empresarial también es contra-cíclica en la mayoría de las economías emergentes. Es decir, el apalancamiento cae en la parte expansiva del ciclo y se recupera en la desaceleración. Es importante mencionar que mayores niveles de apalancamiento hacen que las tasas de interés de equilibrio aumenten.

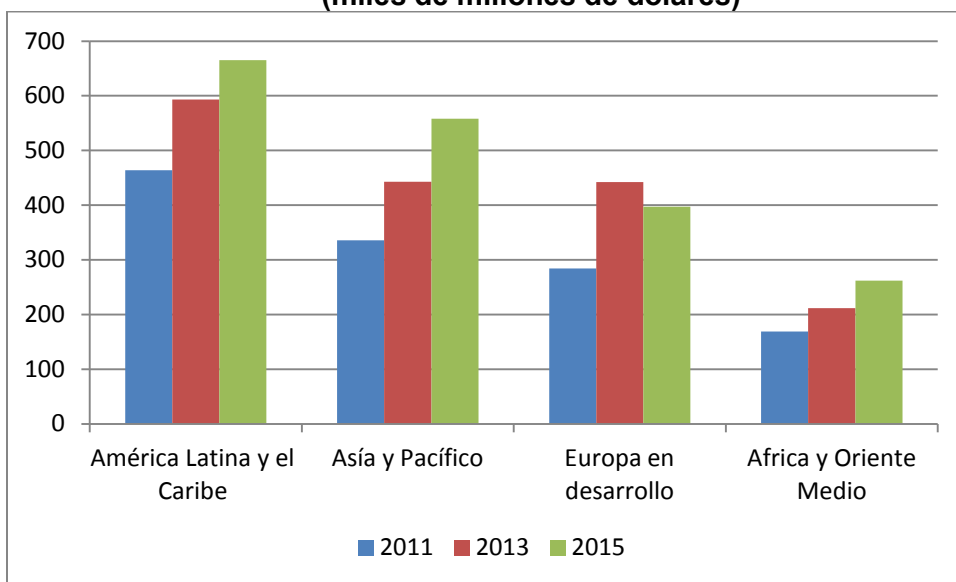
¹¹² En algunos se tienen más ventajas tributarias que en otros, algunos presentan los intereses libres de impuestos y otros no. Por ejemplo, los Eurobonos (constituyen el 75% del volumen total de emisiones de renta fija) son ventajosos para aquellas empresas que desean evitar el pago de impuestos, ya que son al portador, su registro no es requerido y usualmente sus intereses están exentos de impuestos. Se diferencian de las emisiones comunes de bonos porque los prestamistas no se involucran en los asuntos financieros de los prestatarios. Esto limita su mercado a prestatarios con un riesgo de quiebra bajo, y con el máximo de clasificación de riesgo. Un dato importante de los Eurobonos es que la proporción de sus emisiones en relación al endeudamiento internacional ha ido en aumento.

autoridades regulatorias, no solo de esta región sino del mundo, después de las revelaciones de las autoridades norteamericanas, que les permite acceder a mayor información sobre este tipo de emisiones.

Según un documento de trabajo preparado por Çelik, Demirtaş y Isaksson (2015), las emisiones corporativas de mercados emergentes han sido variables. Durante el período 2000-2013, las emisiones se incrementaron en casi 15 veces. Los principales emisores provinieron de China (con cerca de la mitad de las emisiones), Rusia, Brasil, India y México que en conjunto alcanzaron los US\$356 mil millones (OCDE 2014). En el 2015 de acuerdo a las cifras del Banco de Pagos Internacionales (BIS), el stock de emisiones internacionales de América Latina totalizó US\$ 665 mil millones equivalente al 34% de participación de mercado, según lo muestra el gráfico III.6 México y Brasil fueron responsables del 52% de las emisiones internacionales de América Latina, según se observa en el gráfico III.8.¹¹³ En el 2015 la situación cambió y Brasil (9.5%) pasó al puesto tres por debajo de México (37.5%). Le sigue Chile (9.6%) con un incremento de 12% en relación al 2014. Tanto Colombia (8.06%) como Perú (8.06%) aumentaron sus emisiones en un 7.46% y un 71% respectivamente. (CEPAL 2015) En conjunto los cuatro países del MILA alcanzaron el 63% de las emisiones internacionales totales de la región en el 2015.

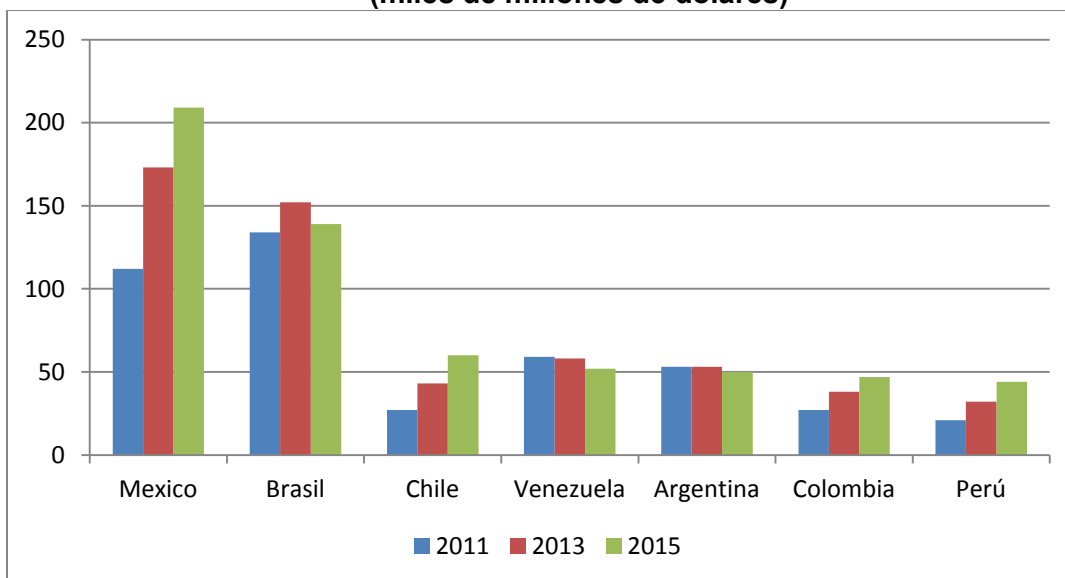
¹¹³ Según la Cepal, para octubre de 2014, el conjunto de la región ya alcanzaba los US\$123 mil millones en emisiones nuevas, superando en US\$15.5 mil millones el total de emisiones internacionales del mismo periodo del año anterior.

Gráfico III.6 Stock de emisiones internacionales de deuda corporativa (miles de millones de dólares)



Fuente: Bank of International Settlements (BIS) 2016

Gráfico III.7 Stock de emisiones internacionales corporativa de América Latina (miles de millones de dólares)



Fuente: Bank of International Settlements (BIS), 2016

Otra información relevante para describir a los mercados de capitales es el stock de emisiones de deuda corporativa internacional y doméstica. El stock de la deuda corporativa internacional de Chile fue equivalente a 10,3% del PIB en 2012. Para México el índice fue de 7,5%, para Venezuela y Perú de 6,1%, para Brasil 4,4%, para Colombia 3,3% y para Argentina 1,6%.

La cantidad de deuda internacional emitida por empresas de un determinado país puede estar correlacionada con un ambiente más propicio para captar recursos por este medio. Por ello se incluye en el modelo *probit* la variable que mide el stock de deuda corporativa internacional sobre el PIB.

En cuanto al stock de deuda doméstica, en 2013 Brasil fue el principal emisor de deuda local, alcanzando la suma de US\$ 727 mil millones, seguido de lejos por México con US\$ 210 mil millones y Chile con US\$ 107 mil millones. En términos del PIB Chile aparece con el mayor stock de deuda local equivalente a 38.3% del PIB, le sigue Brasil con un 33.5%, y México por muy lejos con un 17.3%, Perú con 9.3 % y Colombia con 0.5%. (CEPAL, 2014) El proceso de registro de emisiones locales es un proceso un tanto más complicado debido, en gran medida, a que los contratos privados de emisión de deuda son menos estandarizados que los contratos de *equity*.¹¹⁴

Según la OECD (2014), entre los factores a resaltar sobre el desarrollo del mercado global de renta fija, están en primer lugar, las emisiones internacionales de bonos corporativos no financieras con grado de inversión las cuales crecieron 50%, mientras que las emisiones con grado de no inversión crecieron cerca de 100% durante el período 2008-2013 en los países emergentes. Este crecimiento contribuye al desarrollo del mercado secundario de deuda, pero también es un factor de riesgo que requiere de un monitoreo permanente por parte de los entes fiscalizadores a las empresas emisoras de instrumentos de renta fija internacional.

Un segundo factor relevante que destaca el mismo estudio es el promedio de vencimientos de las emisiones con grado de inversión y con grado de no inversión. En 2013, el promedio de vencimiento de ambas fue similar, alrededor de 8 años¹¹⁵ versus los vencimientos promedio para los créditos bancarios que fluctúan entre los 4.2 y 2.8 años. El promedio señalado está ligeramente por encima del promedio mundial que es de 7.5 años y muy por debajo del promedio de Estados Unidos que es de 12 años y que se ha mantenido a lo largo del tiempo.

Según la OECD (2014), el creciente número de emisiones con grado de no-inversión de los últimos años (un incremento de alrededor del 600%, cuyo valor total de mercado representó el

¹¹⁴Las emisiones privadas son difíciles de monitorear ya que en muchos casos no existe registro por tratarse de transacciones entre privados donde las autoridades supervisoras no tienen injerencia. Hay sin embargo países, como México (donde las emisiones, realizadas en su mayoría por bancos), que tienen su propio registro de emisiones domésticas conocido como Sistema Internacional de Cotizaciones (SIC), y del cual se puede obtener información relevante para el mercado sobre estas transacciones.

¹¹⁵ Coincidiendo con los promedios de vencimiento de las emisiones de deuda en los países de la zona MILA.

18% del total de dinero levantado en el 2013) ha llevado a una mayor toma de riesgos por parte de las empresas, y estos niveles de riesgos no se han visto reflejados adecuadamente en los precios de los instrumentos.¹¹⁶

Un tercer factor de toma de riesgo son los vencimientos asociados a los bonos exigibles que le permite al emisor rescatarlos antes del vencimiento (alcanzando valores superiores al 30%) y con opción a venta, cuando el emisor recompra el bono antes de su vencimiento.¹¹⁷

Paralelamente, se ha producido un des-apalancamiento de las empresas no financieras lo que, en general, reduce su exposición al riesgo. Dos fueron los principales usos dados a los recursos captados a través de emisiones de bonos durante el período 2009-2013. Uno, para reducir deuda (el 44% de las empresas emisoras) aprovechando las tasas de interés bajas y; otro para refinanciamiento de deuda (36% de las empresas emisoras). Cabe señalar que dichas emisiones no solo han financiado bonos corporativos sino también créditos bancarios y operaciones de otras instituciones financieras.

III. 3.1 El factor contractual y el *enforcement* en el mercado de deuda

Las emisiones corporativas clasificadas en internacionales y domésticas son regidas por contratos que, a su vez, son resguardados por leyes que regulan la relación entre los emisores y los tenedores de bonos. En un mercado de emisiones domésticas creciente, los marcos normativos adquieren relevancia, ya que estas operaciones se circunscriben al derecho privado, restringiendo el ámbito de acción de los entes supervisores con un *enforcement* también limitado.

Las emisiones internacionales de bonos, que son las que se emiten en una moneda determinada pero colocados fuera del país del emisor,¹¹⁸ son registradas en los mercados donde se coloca dicha emisión. Son pocos los países de origen que mantienen un registro de dichas emisiones por parte del ente regulador. En algunos países solo se recibe una notificación de parte del emisor. La no existencia de registros en los mercados de origen dificulta no solo la identificación, por parte de las autoridades locales, sino más importante la

¹¹⁶ Por ejemplo, la tasa de default de las emisiones con grado de inversión representó 0.41% en 2013, mientras que las emisiones calificadas con grado de no inversión alcanzaron el 9%, lo que muestra, entre otras cosas, una correlación directa entre calificaciones de crédito y tasas de default.

¹¹⁷ Durante la crisis muchas empresas a través de este mecanismo mostraron un importante incremento del riesgo, así también un cambio en las tasas de interés de los bonos de flexibles a fijas. Desde 2009 las tasas fijas han crecido de 80 a 89% en 2013.

¹¹⁸ Pueden ser obligaciones internacionales simples o eurobonos, los cuales se emiten bajo diferentes acuerdos institucionales y que tienen diferentes consecuencias desde las perspectivas de inversores y emisores.

aplicación de la ley y la institucionalidad asociada al adecuado *enforcement*. Además del problema contable que se genera al ingresar los recursos de la emisión al mercado local, a través de la cuenta de capitales. Una acción coordinada de las entidades regulatorias, ayudaría a mejorar el tema del registro. En algunos países se han fortalecido las normas en el marco de reformas hechas a los mercados de capitales (ejemplos Chile y Perú). Sin embargo, para algunas autoridades¹¹⁹, el problema no está en las normas y/o regulaciones, sino en la aplicación y su cumplimiento.¹²⁰

Según López de Silanes (2010), la evidencia empírica confirma que la regulación y el *enforcement* son clave en el desarrollo de los mercados de capitales. El desarrollo del mercado de deuda no es la excepción; particularmente relevante es la calidad de los marcos legales y regulatorios, ya que delimita los derechos y responsabilidades entre los emisores y los inversionistas, quienes pueden jugar un papel activo y relevante en el desempeño de los gobiernos de las empresas en las que invierten. En estos cuerpos legales se insertan los contratos (privados) entre emisores y tenedores de bonos, que incluyen una serie de restricciones que se conocen con el nombre de *covenants* (pactos).¹²¹

Celik, Demirtas y Isaksson (2014) en su estudio identificaron 15 grupos de *covenants* y analizaron su uso en los distintos contratos de emisión y los conflictos de interés que se intenta cubrir con ellos.¹²² El espectro de los *covenants* es amplio; pueden referirse a las disposiciones de *default* cruzado, restricciones de venta de activos, restricciones a fusiones, restricciones de deuda asegurada, restricciones de apalancamiento, restricciones al pago de dividendos, restricciones a recompra de acciones y a emisión de acciones, restricciones a deuda subordinada y deuda fondeada y restricciones a la política de inversiones, entre otras.

¹¹⁹ Hernández, Superintendente Financiero de Colombia durante su participación en las reuniones de primavera del FMI, Washington DC, mayo 2014

¹²⁰ La estructura legal y financiera construida en el marco del MILA es un mecanismo que contribuye a una mayor coordinación de las autoridades regulatorias, ya que la revelación de información financiera de las empresas participantes es compartida y no solo se circunscribe a las operaciones del mercado doméstico y entre los socios.

¹²¹ Los *covenants* son compromisos asumidos por un prestatario en contratos de financiamiento que garantizan el cumplimiento de sus compromisos financieros. Los *covenants* generalmente se incrementan en proporción con el riesgo financiero del prestatario.

¹²² Utilizando una muestra de 13,071 emisiones durante el período 2000-2013 y una clasificación basada en emisiones con grado de inversión y con grado de no – inversión, Celik, Demirtas y Isaksson proporcionaron una idea general acerca de la frecuencia con la cual los distintos *covenants* son usados en Estados Unidos y la tendencia de su uso. Para más detalle sobre los resultados ver Celik S., G. Demirtas, and M. Isaksson Corporate Bonds (2014)

Desde la perspectiva de gobierno corporativo un *covenant* define los derechos y el ámbito de aplicación de la ley en un contrato de emisión y restringe los pagos externos y las políticas de financiamiento y de inversión de la empresa, áreas del gobierno corporativo poco atendidas por la regulación respectiva, ya que, en el ámbito de los contratos privados, la autoridad regulatoria tiene poco margen de acción ante un incumplimiento.

Se identifican, sin embargo, dos áreas de la empresa donde la transparencia en el suministro de información es central. Una, derivada de la política de inversiones en activos financieros, que proporciona información sobre la periodicidad de la estrategia de inversión financiera y sobre los excedentes de tesorería de la empresa; y una segunda, derivada de la política de financiamiento corporativo, que es la que dictamina las necesidades de financiamiento y mecanismos propuestos por la dirección ejecutiva de la empresa, además de informar sobre intermediarios financieros que requiera la empresa para la colocación de emisiones.

De acuerdo a algunos índices de *covenants* (Moody's 2013),¹²³ hay un cierto relajamiento en cuanto a las restricciones que se establecen en los contratos de emisión de bonos corporativos, incentivado fundamentalmente por la búsqueda de un mayor rendimiento en un momento de tasas de interés bajas. Según Moody's (2013) se ha privilegiado el rendimiento del bono por sobre la calidad del crédito. Esto incrementa la preocupación respecto al paquete de *covenant* que tradicionalmente estaba ligado a los *fundamentals* de la empresa y a las características del bono y no a las condiciones de mercado como ha estado sucediendo en los últimos años.

La relación entre la calidad del *covenant* y la calificación de los bonos pareciera también haberse roto en los últimos años. Un aspecto que debería analizarse, es la rigurosidad como se realizan los análisis de riesgo de las instancias responsables dentro de las empresas emisoras. En realidad, no existe mucha información pública si estas son parte del directorio o del consejo de administración, o si son parte de la gerencia de las empresas, debido a que muchas de ellas no reportan tener una instancia específica (como un comité de riesgos) que dé cuenta de la política de riesgo de la empresa, como el propuesto por el indicador de gobiernos corporativos CEPAL-CAF-BID (2012)

Muchas de las reformas financieras, particularmente después de la crisis financiera del 2008, han buscado fortalecer los esquemas de análisis de riesgo, así como la aplicación estricta de

¹²³En 2011, Moody's desarrolló un índice de *covenants* que mide su calidad en el tiempo y asigna una calificación al paquete de *covenants* como un todo. Por ejemplo, en febrero de 2014, el índice de *covenants* para bonos con grado de no inversión de Norteamérica llegó a su nivel más bajo. Se movió de 3.84 a 4.36 en tan solo un mes. Cinco equivale a la protección más débil y 1a la más fuerte.

las medidas prudenciales. Sin embargo, aún existen limitantes a una mayor revelación y transparencia de este tipo de información. El gobierno corporativo debe asegurar que los riesgos sean entendidos, gestionados y cuando se requiera comunicados y reflejados claramente en los procedimientos y en los cambios cuando aquellos se produzcan. Esta situación se observó particularmente en el sector financiero y en algunas corporaciones no financieras que mostraron deficiencias en su sistema de administración de riesgo durante la crisis financiera de 2008. En el informe de la OCDE (2013) se constata que la mayoría de los ejecutivos encuestados coincidieron en que la administración de riesgo debe permanecer bajo la responsabilidad de la línea gerencial, aunque la política de riesgo de la empresa debe ser concebida en el ámbito del consejo de administración.¹²⁴ De ahí debe llegar al área ejecutiva para ser gestionada dentro de un marco definido como política de la empresa.¹²⁵

Consciente de la importancia de la variable apalancamiento (*leverage*), fuente importante de información sobre el nivel de endeudamiento de la empresa, ésta fue incorporada en el modelo *probit* del capítulo IV. La variable busca recoger el efecto de las políticas de riesgo de la empresa específicamente sobre las emisiones de bonos. La crisis de 2008 hizo que muchos directorios de empresas hicieran una revisión de su estructura de incentivos y que consideraran su disminución para la toma de riesgo excesivo, especialmente en opciones de acciones para ejecutivos.

Desde la perspectiva de gobierno corporativo, los estándares de riesgo (especialmente los financieros) continúan focalizados en el control interno y las funciones de auditoría de la empresa, en lugar de identificar los financieros y no financieros de manera ex-ante, así como la administración de riesgo que cubre el riesgo operacional y el estratégico.

La función de auditoría, cuyas responsabilidades se diferencian de las del análisis de riesgo de las empresas, también ha sido sujeto de revisión. Entre las responsabilidades están; las de aprobar el diseño y funcionamiento del sistema de control interno, las que miran el cumplimiento o violación de la política de control interno y las que atienden la producción oportuna de informes sobre aspectos financieros, control de riesgos y monitoreo del

¹²⁴ En diciembre de 2013, la OECD entregó un reporte con los resultados de la “Sixth thematic peer review” que cubre una visión general de la administración de riesgo en base a los Principios de Gobierno Corporativo. La aplicación de un cuestionario permitió obtener información de 21 jurisdicciones sobre el tema. Ver: Peer Review 6: Risk Management and Corporate Governance, DAF/CA/CG (2013)5/FINAL, OECD, December 12, 2013.

¹²⁵ Línea que en estricto rigor se condice con el enfoque del modelo anglosajón de gobierno corporativo, donde el nivel ejecutivo es el responsable del monitoreo e implementación de la política de riesgos de la empresa. Ver el capítulo II de esta tesis.

desempeño de la empresa y de sus directivos, lo que no significa que sea responsable de la evaluación de los riesgos.¹²⁶ Tal vez no haya una separación clara de las funciones de auditoría de las de evaluación de riesgo.

El suministro de información pública relevante, regido por estándares internacionales de administración de riesgo, puede contribuir a mejorar la operación de la empresa en este aspecto. La definición de indicadores de la empresa para una mejor identificación de riesgos en una emisión, su desempeño y su revelación al mercado son elementos que harían la diferencia.¹²⁷

El conjunto de elementos mencionados, los riesgos, la auditoría, las inversiones financieras y el financiamiento corporativo, son aspectos que requiere de atención, no solo a nivel de la toma de decisiones de la empresa, sino también a nivel del marco normativo / regulatorio que garantice un nivel mínimo adecuado de revelación de información relevante al mercado.

III.4 Actores relevantes en la difusión de estructuras de gobierno corporativo en el desarrollo de mercados de capitales: inversionistas institucionales, calificadoras de riesgo y la banca de inversión.

Los inversionistas institucionales, así como los bancos de inversión y las agencias de calificación de crédito proporcionan información útil a los agentes del mercado en especial a los inversionistas que desean participar en los distintos mercados, esto además de contribuir a contrarrestar las asimetrías de información, también ayuda a resolver posibles problemas del tipo principal-agente¹²⁸. En ese contexto, hay tres elementos que habría de rescatar respecto a estos actores. El primero de ellos es que, dado el rol relevante tanto de los institucionales como

¹²⁶ De acuerdo a algunos de los resultados arrojados de la aplicación del indicador de CEPAL-CAF-BID (2012) de gobiernos corporativos y emisión de deuda, un número importante de empresas de la región no cuentan con comités para la evaluación de riesgo, en algunos casos forman parte de las responsabilidades de otros comités incluido el ejecutivo. Los resultados pueden hacerse extensivos a otras emisoras, ya que se trata de información suministrada por emisoras al mercado, de acuerdo a lo establecido en la normativa y aceptado por los agentes en general.

¹²⁷ En el indicador CEPAL, CAF y BID (2012) se sugieren la existencia de un comité corporativo con una visión integral de riesgo de la empresa, que sea alimentado a través de la elaboración de un inventario de riesgos relevantes no solo financieros sino también los no financieros que afectan a la empresa, cuantificables y no cuantificables; de informes de riesgo financiero y de crédito de la cartera de inversiones en títulos financieros de la empresa; y de un informe periódico sobre el cumplimiento, desviación y efectividad de la estrategia de inversiones por parte de la tesorería de la empresa. Es importante insistir que la política de riesgo de la empresa debería permear todos los niveles del directorio de la empresa, así como la estructura ejecutiva de la empresa para que sea verdaderamente efectiva

¹²⁸ La creciente participación de los inversionistas institucionales en los directorios de las empresas, contribuye a un mejor y más cercano monitoreo de las decisiones de inversiones financieras de las empresas.

de la banca de inversión en los mercados, se requiere que cuenten también con una estructura de gobierno corporativo transparente; el segundo elemento se refiere a la reputación de los bancos de inversión y como ésta es incorporada en los costos de emisión sin corresponderse con la calidad de su gobierno corporativo y la revelación de información al mercado sobre su desempeño; y por último, que las agencias calificadoras de crédito además de incorporar en sus análisis de riesgo la variable de gobierno corporativo, le asignen una mayor ponderación en sus calificaciones, en virtud de que la percepción de las agencias calificadoras, respecto de la empresa, puede afectar su costo del capital, particularmente en la emisión primaria de bonos.¹²⁹

En la última década, los inversionistas institucionales tradicionales (fondos de pensiones, fondos de inversión y fondos mutuos) han cambiado su estrategia de inversión; han reducido su asignación de recursos en la emisión de acciones¹³⁰ y han aumentado la inversión en títulos de deuda.¹³¹ Simultáneamente y de manera creciente participan de modo cada vez más activo como accionistas en las decisiones de directorio de las empresas donde invierten. Estos actores han aumentado sustantivamente su peso específico en los mercados, en comparación con otros inversionistas. Para dar una idea de la magnitud, en 2012, los activos administrados por los inversionistas institucionales eran equivalentes a 196% del PIB de Estados Unidos (OCDE, 2013) y del 91% del PIB de Chile en el mismo año (Núñez y Oneto, 2014).

No hay consenso acerca del tipo de involucramiento de los inversionistas institucionales en la administración de las empresas. Según Bhojraj y Sengupta, 2001, las empresas con mayor proporción de propietarios institucionales activos y un control externo más fuerte sobre su directorio deberían gozar de menores rendimientos (*yield*) de bonos y mejores calificaciones crediticias (*ratings*) en sus nuevas emisiones. Si, por el contrario, el control por parte de los accionistas institucionales sobre las decisiones del directorio es menor o inexistente, y a su vez hay diferencias en la distribución de los recursos asignados por los mayoritarios, la calificación

¹²⁹Para más información sobre el impacto de la reputación de la banca de inversión y del análisis del riesgo de las calificadoras ver: Avendaño y Nieto-Parra, ¿Qué factores afectan los costos de emisión en el mercado de bonos corporativos? ¿Un estudio del mercado primario emergente? En Núñez y Oneto (2015)

¹³⁰En 2010, los inversionistas institucionales tenían una participación de casi la mitad de la renta variable en el mundo, con un valor total de US\$ 26 billones.

¹³¹Después de la crisis de 2008, todas las compañías de seguros en Estados Unidos han implementado estrategias de administración de volatilidad que incluye la creación de fondos de volatilidad que mezcla algunas acciones, bonos e inversiones alternativas. Estas estrategias buscan alinear los intereses de los inversionistas y de las compañías de seguros. Ver: McClary, Michael Two sides of the same coin: optimizing risk & return, Standard & Poor's (2015), Insights dedicated to investment trends and index innovation. McGraw Hill Financial, Spring/Summer.

crediticia podría verse castigada, repercutiendo directamente en un financiamiento más caro. La sensación es que el monitoreo por parte de los inversionistas puede ser percibido y por tanto valorado por el mercado, pero lo cierto es que la evidencia no es suficiente para corroborar esta afirmación.

Debido a que los institucionales tienen la responsabilidad de administrar fondos de terceros, estos tienden a exigir mayor seguridad en sus inversiones. La selección de títulos de deuda en los cuales invertir la hacen tomando en cuenta, la existencia de consejeros independientes y las normas adoptadas por la empresa para mejorar su gobierno corporativo; la forma como los emisores toman las decisiones de inversión y financiamiento; y la existencia de políticas de la empresa para resolver posibles conflictos de interés entre los emisores y los inversionistas institucionales.

No existe consenso tampoco en cuanto a la verdadera magnitud del involucramiento de los institucionales en las empresas donde invierten. Algunos autores dicen que es pequeño, como consecuencia de los costos asociados al monitoreo, lo que permite pensar que solo los grandes institucionales (con capacidad de generar economías de escala) están en condiciones de supervisar a las compañías desde sus portafolios de inversión. Otros autores plantean que el mayor involucramiento de los institucionales está sujeto a los beneficios que reciben, lo que determina el papel pasivo o activo en las decisiones de las empresas. Como ya se mencionaba en el capítulo anterior, el activismo de los institucionales en las decisiones está muy ligado a los incentivos económicos relacionados a los diferentes modelos de negocio y estrategias de inversión. (OCDE, 2013)

Respecto al papel de los bancos de inversión o colocadores generalmente es de apoyo a las empresas en sus operaciones y satisfacción de las necesidades de los recursos financieros y en el fortalecimiento de sus procesos de capitalización. La banca de inversión también contribuye a reducir la asimetría de información en el proceso de emisión de deuda, ya que necesita incorporar información adicional lo más completa posible, de lo contrario corre el riesgo que el emisor no pueda cumplir con sus obligaciones e incurra consecuentemente en cesación de pago (*default*). En general, los bancos de inversión con buena reputación en el mercado tienden a asociarse con emisores con menor riesgo. Igualmente, la deuda garantizada por estos bancos con buena credibilidad tiende a ser más confiable y, en consecuencia, menos riesgosa.

La reputación es el principal activo de estos bancos, debido a la cantidad de información sobre sus clientes con que cuentan para identificar los potenciales problemas que pueden aumentar el riesgo de las emisiones. Sin embargo, no existe consenso basado en experiencia empírica sobre el efecto de la reputación de estos bancos sobre los precios y las tarifas de suscripción de contratos de emisión.

Según Avendaño y Nieto (Núñez y Oneto, 2015), en la emisión de deuda internacional de empresas basadas en los países en desarrollo, en el período 1991-2009, los 10 bancos de inversión más grandes tenían más del 80% de la representación de mercado. Una vez colocada la emisión por estos bancos, monitorean el desempeño de las emisoras y muchas veces proporcionan servicios de administración de riesgo, lo que es muy valorado por el mercado.

Por su parte, las agencias calificadoras de crédito se encargan de evaluar las condiciones de crédito de los países, los bancos y las compañías no financieras y asignan calificaciones de acuerdo a la capacidad de los emisores de cumplir sus obligaciones. Contribuyen a fortalecer los sistemas financieros y a reducir las asimetrías de información del mercado. También juegan un papel importante en la asignación de los recursos de las compañías de seguros y los fondos de pensiones en el mercado financiero, ya que tienen la capacidad de influir en el financiamiento a terceros.

La calificación del riesgo se realiza a partir del análisis de la información financiera de las empresas: los estados financieros, los controles internos y las funciones de administración la cual se divulga a través de sistemas de información.

La evaluación de riesgo-país también contribuye a la calificación de las empresas emisoras, ya que estas tienden a recibir hasta la misma calificación que el país. Cuanto mejor la percepción de riesgo – país, menor es el costo de la emisión.

A partir de la crisis financiera de 2008, cambió la normativa que rige el comportamiento de estas agencias y con ello las metodologías de calificación de riesgo. A pesar de las modificaciones en el tema del gobierno corporativo, estas son aún limitadas; temas como ética y cultura empresarial por ejemplo aún no forman parte de dicha metodología de calificación. El aporte real de las calificadoras a las mejores prácticas de gobiernos corporativos es limitado. La crisis de 2008, sin embargo, mostró que la estructura y funcionamiento del gobierno

corporativo son importantes para determinar el riesgo de emisión, aun cuando este no sea ponderado adecuadamente dentro de las calificaciones.

La percepción de riesgo de crédito y las variables resultantes de la interacción entre los emisores y colocadores, seguramente incidirán en el costo de las emisiones. Por lo tanto, las comisiones por emisión son una función decreciente de la reputación de los colocadores de bonos y de la percepción de las agencias calificadoras de riesgo respecto al emisor, conclusión a la que arriban Avendaño y Nieto-Parra.

III.5 Conclusión

Durante la década de los noventa, las economías de América Latina adoptaron una serie de reformas estructurales y ajustes macroeconómicos inspirados en las recomendaciones del Consenso de Washington. Los cambios más profundos se hicieron en el sector financiero, el cual experimentó un proceso de liberalización equivalente al de los países desarrollados.

En las últimas dos décadas, América Latina ha mostrado cambios drásticos en la composición de los flujos de capitales. Desde un mercado de capitales dominado por un sector corporativo financiado principalmente por préstamos de bancos comerciales, hasta el uso creciente de instrumentos bursátiles variados para acceder a recursos que financien los proyectos de inversión.

La transformación de los mercados de capitales de América Latina ha requerido de la adaptación de las estructuras de gobiernos corporativos que apuntalen las estrategias empresariales y los procesos de internacionalización de las empresas, al tiempo que estas se correspondan con esquemas normativos y regulatorios específicos. Dichas transformaciones traen implícito un cambio en la cultura empresarial, que en el caso de financiamiento de los distintos procesos de integración se hace cada vez más necesaria para su éxito.

El gobierno corporativo, al proteger los intereses de los inversionistas de la empresa, hará que estos estén más dispuestos a pagar más por las colocaciones (acciones y/o los bonos corporativos), incentivando el uso de formas distintas de financiamiento, cuyos efectos directos no solo se sienten en los resultados de las empresas sino también en el desarrollo y profundización de los mercados de capitales.

El crecimiento explosivo experimentado por los mercados de deuda emergentes, la aparición de distintos tipos de instrumentos bursátiles y su uso creciente por parte de las empresas, para

financiar proyectos de inversión, hace necesaria una mayor atención y seguimiento de la calidad de los gobiernos corporativos que acompaña los procesos de emisión de deuda.

Los mayores esfuerzos deberían dirigirse a objetivar los valores subjetivos de los gobiernos corporativos, usando como indicador los distintos aspectos (auditoria, riesgo, inversiones financieras y financiamiento corporativo) que rodean la toma de decisiones, como la definición de la estructura de capital de la empresa (razón deuda – capital), su impacto económico y su papel social. Es preciso, sin embargo, considerar los límites de la información que rodea el desempeño de los gobiernos corporativos. La dificultad de monitorear en detalle la implementación de las decisiones de los directorios; y en muchos casos la falta de capacidad técnica dentro de los órganos decisorios de las empresas para evaluar financieramente las decisiones.

Una de las premisas de la cual parte el análisis es que, si bien la información sobre el costo de capital del financiamiento de empresas de la zona MILA depende en gran medida de factores macroeconómicos, como el tipo de cambio y las tasas de interés; también depende de la estructura financiera; del tipo de emisión; de la percepción del riesgo de la firma, la cual es producto de sus procesos de toma de decisiones; y de la relación que se establece entre los actores relacionados que interactúan en las estructuras de gobierno corporativo.

La dinámica de los mercados de capitales responde en gran medida a expectativas, pero también a certezas respecto al desempeño de las empresas. Ese desempeño contribuye a la confianza, que mueve recursos importantes de mediano y largo plazo, no solo para las empresas, sino también para el conjunto de los mercados de la región. El financiamiento a proyectos de sectores económicos clave, como infraestructura, transporte, telecomunicaciones, energía etc. puede verse beneficiado de un mayor acceso a recursos a través de estos mercados.

Por último, se requiere de un análisis más puntual de la estructura y funcionamiento de los esquemas de gobierno corporativo vigentes y su capacidad de respuesta a los desafíos que plantean los distintos esquemas de financiamiento de las empresas. Ello, además de facilitar la identificación de fortalezas y áreas de mejora para evitar posibles problemas de agencia (principal - agente) contribuye a la transparencia (revelación de información), que se refleje en un buen funcionamiento de los mercados de capitales de América Latina particularmente los de la zona MILA.

Capítulo IV. El gobierno corporativo: un determinante de la emisión de deuda de las empresas

Introducción

El período inmediatamente posterior al inicio de la crisis financiera de 2008, muestra un crecimiento acelerado de las emisiones corporativas como forma de financiar proyectos de inversión, o para refinanciamiento de deuda (Rodrigues et al. 2015). Aunque ya desde los años noventa la emisión de deuda corporativa (doméstica e internacional) venía creciendo sostenidamente, estimulada en gran medida por la globalización financiera, en este período ellas se aceleraron aún más. Según Gozzi, et al. (2014), si bien en un mundo con mercados perfectamente integrados, el lugar donde las firmas emiten títulos es irrelevante; cuando la integración es imperfecta, la variedad de regímenes de inversión genera fricciones que pueden segmentar los mercados. Así por ejemplo las distintas regulaciones pueden obstaculizar la capacidad de los inversionistas para comprar títulos fuera de su mercado local. La heterogeneidad de las limitaciones de las estructuras de gobierno corporativo para atender los desafíos que presenta el desarrollo e integración de los mercados financieros, que incluye las fallas de mercado (asimetría de información),¹³² junto con las limitaciones a las que se enfrentan los esquemas regulatorios y su aplicación, hacen necesario un análisis más detallado del comportamiento de algunas variables que garanticen la transparencia, la revelación de información (disclosure) y la rendición de cuentas de las actividades empresariales en América Latina, particularmente de los países socios de la iniciativa del Mercado Integrado Latinoamericano (MILA)¹³³.

La hipótesis principal del análisis es que un gobierno corporativo efectivo contribuye a reducir las asimetrías de información entre los inversionistas y los emisores, incrementando la transparencia en el proceso de emisión; previene problemas de agencia; favorece la adopción de métodos apropiados de evaluación de riesgo e incrementa las posibilidades de una colocación exitosa. Si esta hipótesis ha de ser realidad en procesos de integración, es preciso que las regulaciones y normas prevalecientes en cada país sean lo menos disímiles posible; de lo contrario el proceso integrador producirá distorsiones a favor de aquellas economías nacionales que tengan un mayor desarrollo en sus gobiernos corporativos.

¹³² Estas fallas según Williamson (1985) se han elaborado en función de la eficacia de los mercados de valores en comparación con los mercados de factores (de producción).

¹³³ Iniciativa de integración de bolsas de valores de Chile, Colombia, Perú y recientemente México creada en el 2010.

En la siguiente sección se presentan algunos antecedentes del mercado de bonos internacionales como la forma preferida que asume el endeudamiento corporativo en este período. En la tercera sección de este capítulo, se hará una revisión de la información estadística de las empresas emisoras de deuda internacional de la región. Se analizará también la variable de gobierno corporativo, definida para este estudio como una variable de reputación¹³⁴, a partir de la legislación de cada uno de los países seleccionados. Con el fin de evaluar la calidad de la normativa de gobierno corporativo de los países del MILA más Brasil, se adaptará el indicador construido por la CEPAL (2015)¹³⁵ para evaluar los gobiernos corporativos en la emisión de deuda corporativa. El índice de gobierno corporativo, CorpGov_{it}, resultante del análisis comparativo entre los países seleccionados permitirá identificar las diferencias entre los marcos regulatorios en los cinco países y aquellas áreas de mejora dentro de la normativa de gobierno corporativo, que minimizan los riesgos de emisión de deuda y que proporcionan una percepción más clara respecto de dichos riesgos. En la cuarta sección de este capítulo, se presentará el planteamiento de un modelo empírico para explicar la influencia de las variables macro y específicas de la empresa en la emisión de deuda. El modelo se basa en una estimación *probit* de un panel de emisiones internacionales construido con datos de las empresas (de emisiones y financieros) de los 4 países del MILA más Brasil entre 2005 y 2015. En el quinto apartado, se presenta la estimación y los resultados del modelo, así como la robustez de dichos resultados. La última sección recoge algunas conclusiones del capítulo.

IV.1 – Antecedentes

Gozzi, et al. (2014) señalan que en el período (1991-2013) la emisión de bonos en el mundo representó casi el 80% de la captación total; más del 90% de dicho capital fue levantado en los mercados externos, mostrando con ello la creciente importancia de estos mercados en la globalización financiera. Aunque su análisis abarca también los mercados domésticos de

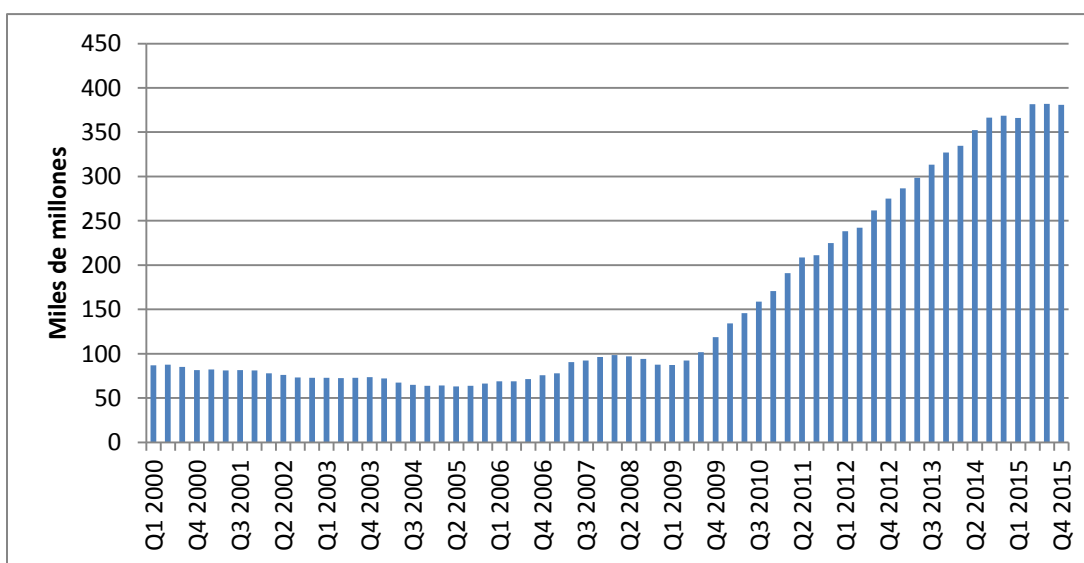
¹³⁴ Un enfoque económico de reputación se refiere a expectativas favorables relacionadas a condiciones de información asimétrica. Desde un enfoque de dirección de empresas, en el análisis de la relación reputación y rendimiento empresarial se plantean como “una consecuencia del proceso de acumulación de información que los grupos de interés o stakeholders realizan de la empresa a partir de una serie de señales del mercado (cuota de mercado), de señales contables (resultados contables, riesgo), de señales institucionales (estructura de propiedad, tamaño de la empresa) y finalmente de señales estratégicas como pueden ser la diferenciación y la diversificación” (Iglesias et al., 2003) La variable reputación puede ser independiente o dependiente, y su construcción puede enmarcarse teóricamente en: un enfoque de los recursos de la empresa, la teoría de juegos, los costes de transacción y en eficacia organizativa. Las tres primeras como variable independiente y la última como variable dependiente, que influye en el rendimiento organizativo.

¹³⁵ No fue considerado el comité de inversiones en activos financieros incorporado en el indicador original, debido a la baja ponderación asignada a lo que serían sus funciones (como, por ejemplo, la estrategia de inversión de los excedentes de la tesorería) que son más bien atribuciones de los ejecutivos de la empresa.

deuda, señala que, para los países en desarrollo, el impacto de las emisiones externas tiende a ser mayor que el de las domésticas.

Desde el año 2009, la influencia del mercado de bonos corporativos ha aumentado en las decisiones de financiamiento de las empresas de América Latina. El monto total de deuda internacional corporativa se ha casi cuadruplicado con relación al período anterior a la crisis, como se puede observar en el gráfico IV.1. Dado que los instrumentos de deuda conllevan al pago de obligaciones futuras por parte de distintos agentes en una economía, lo que suceda en este mercado tendrá obligatoriamente repercusiones en la estabilidad de la economía global, real y monetaria.

Gráfico IV.1 Total de deuda internacional corporativa al final del trimestre



Fuente: Bank of International Settlement (BIS) 2016

Como ya se mencionaba en el capítulo anterior, algunos autores como Celik, et al. (2014), Rodrigues, et al. (2015) atribuyen el crecimiento de la deuda corporativa a las condiciones del mercado internacional, que se vieron reflejadas en la apreciación de monedas latinoamericanas frente al dólar y tasas de interés cercanas a cero en los Estados Unidos que afectan las emisiones de bonos.

En este escenario de aumento de deuda, aunado a los escándalos corporativos surgidos durante la crisis de 2008, llevaron a los compradores de bonos, especialmente en el mundo desarrollado, a ejercer una mayor presión para mejorar las prácticas de gobierno corporativo de

las emisoras.¹³⁶ Particularmente, en el caso del sistema financiero, el tema del gobierno corporativo como herramienta para mitigar el riesgo ha surgido con mucha fuerza, como un medio de proteger a los inversionistas de posibles fraudes, a través del incremento del flujo de información y la reducción de asimetrías de información entre las partes involucradas en una transacción, tanto en emisiones de deuda, u otras como las fusiones o adquisiciones. Las prácticas de gobierno corporativo engloban las formas con que los proveedores de financiamiento a las empresas se aseguran de obtener un retorno de su inversión (Shleifer y Vishny, 1997).

El crecimiento en los niveles de apalancamiento de las empresas, en parte por el aumento en la emisión de instrumentos de deuda desde el 2010, se dirigió a la reestructuración de deuda ya existente (Gozzi, et al. 2014), alertando a los mercados y a las autoridades regulatorias en cuanto a posibles efectos sistémicos (por cesación de pagos) sobre las economías nacionales, regionales y globales.¹³⁷

El objetivo de estudiar la influencia de las emisiones internacionales en los gobiernos corporativos, también responde a una razón más práctica, cual es la disponibilidad de datos de emisiones comparables en los cuatro países integrantes de la iniciativa del MILA más Brasil. El análisis incluye el comportamiento de ciertas variables que se detallan más adelante, y su impacto en la probabilidad de emitir o no deuda internacional de empresas de los países mencionados, durante el período 2005-2015. No fueron incluidas en el modelo las emisiones domésticas de bonos, debido a que la información no es fácilmente comparable y tampoco cuenta con el mismo nivel de detalle de las emisiones internacionales requerido para el análisis que se propone.¹³⁸ Ello podría conducir a un sesgo del grupo de firmas analizadas, ya que las

¹³⁶ Un artículo publicado en América Economía (mayo-junio, 2015) da cuenta de cómo a partir de una serie de escándalos de empresas de la región se ponía en evidencia fallas en sus gobiernos corporativos, atribuidas a deficiencias en los controles de los órganos decisorios que afectaron a fondos de pensiones, desvío de fondos a campañas y partidos políticos, además de violar leyes (electorales) como fue el caso de la empresa SQM de Chile. Casos como el de Petrobras ha sido aún más dramático, ya que han puesto en peligro la salud financiera de la empresa propiedad del Estado. En el caso de Chile la propuesta de modificación de la regulación apunta a una mayor desagregación de la información sobre conflictos de interés, administración de riesgos, denuncias internas, compensaciones, participación en juntas de accionistas, entre otras materias.

¹³⁷ Según el Financial Times (abril, 2016), actualmente algunas empresas globales declaradas en default se están trasladando hacia las fusiones y adquisiciones.

¹³⁸ Gozzi, et al. 2014 en su análisis sobre el uso de los mercados de bonos corporativos en la globalización financiera, señala que cuando las fricciones de mercado hacen más costoso a las empresas y a los inversionistas el acceso, entonces la segmentación de mercado resultante puede inducir a las firmas a usar mercados domésticos y/o internacionales y emitir bonos con atributos distintos (tamaño, vencimiento, denominación de moneda y tipo de tasa). Ambos mercados tienen características distintas. Las diferencias entre la emisión de bonos domésticos y en el extranjero permanece incluso después de controlar por factores específicos de cada país, variación en el tiempo y por efectos fijos a nivel de empresa.

emisiones internacionales de la región están limitadas principalmente a un pequeño grupo de grandes empresas con un margen potencial relativamente alto de endeudamiento.¹³⁹

IV.2 EL factor riesgo en las emisiones

Durante el período analizado, alrededor del 80% de las empresas emisoras de bonos internacionales de América Latina son bancos comerciales, que por la naturaleza de su negocio son los que muestran los mayores niveles de apalancamiento, con un efecto directo en el tema de administración de riesgo de las empresas. Actualmente, el control del riesgo continúa siendo un tema de preocupación, no solo para las empresas sino para las autoridades regulatorias. Ello se asocia a un problema de administración más que a un tema de carácter estructural. La inexistencia de mecanismos autónomos que permitan monitorear eficiente e integralmente los niveles de riesgo de la empresa es una de las principales deficiencias que quedaron en evidencia durante los últimos años, con algunos sucesos corporativos. La falta de una instancia especializada en el tema dentro de la estructura del gobierno corporativo se puede sentir a nivel de la toma de decisiones de la empresa.¹⁴⁰

En el caso de los países del MILA, los criterios de calificación de riesgo de las emisiones corporativas son similares a los utilizados por las calificadoras de riesgo, con las cuales evalúan la capacidad del emisor para cumplir con los pagos comprometidos a los inversores dentro de los términos y plazos preestablecidos en los contratos. Sin embargo, al analizar las cifras surgen algunas dudas respecto del control del uso y efectividad de algunas metodologías de evaluación de riesgo y el proceso de toma de decisiones de la empresa, en materia de apalancamiento.¹⁴¹

El riesgo operativo determina en parte el riesgo financiero. Según Fernández y Gulán (2012), el riesgo empresarial o corporativo ha comenzado a jugar un papel importante en los ciclos de las

¹³⁹ Basilea III (2010) establece un límite de mínimo 3 y máximo 5 el nivel de apalancamiento permitido a instituciones bancarias. Posterior a la crisis de 2008, los datos de un número importante de empresas de la región mostraban niveles de apalancamiento considerablemente más altos; en especial las empresas del sector financiero.

¹⁴⁰ En Núñez y Oneto (2015) se observa que, al aplicar un indicador elaborado para medir la calidad de los gobiernos corporativos de 22 empresas de cinco países de la región, los resultados obtenidos mostraron que en la mayoría de las empresas evaluadas no existe un comité corporativo dedicado a monitorear permanentemente y de forma integral los niveles de riesgo de la empresa. En general, se reconoce que, en la región, y particularmente en MILA y en Brasil, tanto el comité de riesgos como el comité de auditoría son las instancias que se muestran como las áreas de mayor necesidad de mejora en los esquemas de gobierno corporativo adoptados por las empresas de los países del MILA y Brasil.

¹⁴¹ En el análisis de riesgo se privilegia la información sobre los *spreads* de los bonos, entendido éste como la diferencia entre el rendimiento del bono y el rendimiento de un bono cupón cero del Tesoro Americano de igual plazo. En el caso de la muestra de empresas conformada para el período 2005 – 2015 alcanza alrededor del 4.3%.

economías emergentes. Esto es clave para el desarrollo de los mercados de capitales, ya que ha hecho que cada vez más las empresas emitan instrumentos de deuda en el exterior y en monedas distintas a la del origen de la emisión, especialmente de los países emergentes.¹⁴²

Por lo tanto, dado que el tema del riesgo es clave en la toma de decisiones de las empresas, es necesario analizar en detalle cada uno de sus componentes, debido a su impacto en la estructura de capital de la empresa y en el nivel de apalancamiento de la misma. Ese nivel constituye uno de los seis componentes del análisis de riesgo (las condiciones de emisión del instrumento, las utilidades, el apalancamiento, la liquidez, los impuestos y la capacidad de administración de la empresa) coincidentes tanto en las evaluaciones de las agencias calificadoras de crédito como del modelo que se propone en esta investigación, para analizar la variable gobierno corporativo en las emisiones de deuda internacional corporativa. En consecuencia, las categorías mencionadas deberían tener una correspondencia clara y directa con las prioridades de un modelo de gobierno corporativo más eficiente.

De lo anterior se desprende la hipótesis de que las empresas con estructura financiera sólida y un sistema de administración integral de riesgo,¹⁴³ tiende a apalancarse menos que aquellas que están más expuestas a cualquier tipo de riesgo. Naturalmente, el tipo de actividad económica que realizan las compañías también incide en los niveles de apalancamiento.

IV.3 – Sobre la conformación de la base de datos

Los datos utilizados para identificar las emisiones de bonos corporativos de empresas financieras y no financieras de Brasil, Chile, Colombia, México y Perú provienen de Bloomberg, fuente que a su vez es alimentada por otras, entre ellas las principales agencias internacionales de calificación de crédito Moody's, Standard & Poors (S&P) y Fitch bancos de inversión, y entes regulatorios como las superintendencias.¹⁴⁴ Cabe señalar que los países seleccionados,

¹⁴² América Latina y particularmente las economías del MILA no han estado ajenas a este proceso, unas más que otras, pero en conjunto han incrementado su presencia en los mercados internacionales de renta fija.

¹⁴³ KPMG (2012) define la administración integral de riesgos dentro de un sistema que involucre las áreas generadoras de información: la financiera, la fiscal y/o la de mercado. La idea es que todas las áreas del negocio, generadoras de valor, estén integradas al proceso de gestión de riesgo, de tal manera que ninguna de ellas quede vulnerable. Ver https://www.kpmg.com/MX/es/Documents/Delineando/DE_gestionderiesgo.pdf

¹⁴⁴ A pesar de los ajustes que desde el 2012 el Banco de Pagos Internacionales (BIS) ha diseñado una metodología para el registro de emisiones internacionales de deuda (BIS, 2012), las bases de datos disponibles aun presentan algunas limitantes al analizar los mercados corporativos de renta fija, especialmente cuando la información es contrastada con la suministrada por las empresas al ente regulador. Cabe mencionar que las principales fuentes de información sobre emisiones de deuda son privadas. De hecho, la empresa Dealogic (ente privado) nutre las estadísticas agregadas de emisión de deuda corporativa que publican tanto el Fondo Monetario Internacional (FMI) como el Banco de Pagos Internacionales (BIS).

además de ser parte de la iniciativa del MILA más Brasil, son también los principales emisores de deuda internacional de América Latina.

Los marcos normativos que rigen los gobiernos corporativos y que son analizados en este capítulo han estado vigentes durante el período de tiempo (2005 – 2015); en cada uno de los cinco países seleccionados para este análisis. Lo que se busca es determinar la relación entre el desarrollo del mercado de emisiones internacionales de las mayores emisoras públicas de los cuatro países del MILA más Brasil. Usamos para ello un enfoque multivariable, basado en la construcción y análisis de razones (ratios) tales como: rentabilidad, liquidez, solvencia y apalancamiento financiero de la empresa.¹⁴⁵ Se toma como referencia la estructura y el costo de capital para analizar el desempeño de los principales indicadores de las empresas,¹⁴⁶ tales como el total de activos, capitalización de las empresas emisoras, apalancamiento y algunos otros relacionados con el propio proceso de emisión (el rendimiento y *spread* de los bonos).

El modelo incorpora los principales aspectos de la estructura de los gobiernos corporativos de las empresas emisoras, a través de la aplicación de un modelo de referencia o indicador (*benchmark*), construido para la medición del marco normativo de gobiernos corporativos de los países seleccionados. Es una herramienta que pretende dar cuenta del desempeño del consejo de administración, sus funciones, y estructura, el papel del presidente del consejo, la forma de selección de los consejeros y los tres comités corporativos relevantes para la emisión de deuda (de auditoría, riesgos y financiamiento corporativo) tomando como aspectos centrales del gobierno corporativo: la transparencia y la revelación de información.¹⁴⁷

El *benchmark* intenta sintetizar la información acerca de las condiciones y potencialidades de dichos mercados como fuentes seguras de financiamiento. Se construye usando variables institucionales, como el número de integrantes del directorio, el número de consejeros externos e internos independientes; la existencia efectiva de comités corporativos, de auditoría, riesgo y financiamiento corporativo; y por último si las decisiones de las empresas emisoras se ajustan a una estructura de gobierno corporativo efectiva percibida y valorada por los distintos agentes del mercado, como los inversionistas institucionales, las calificadoras de crédito y los bancos colocadores de títulos de deuda. Se trata de determinar si existe correspondencia entre estos

¹⁴⁵ Altman (2005) considera 3 criterios en la reforma de su modelo: la vulnerabilidad de la firma a la devaluación de la moneda; la afiliación industrial, y la posición competitiva de la firma en la industria.

¹⁴⁶ Para estructura de capital ver:

<http://www.jstor.org/stable/pdf/222464.pdf?acceptTC=true>, <http://www.jstor.org/stable/pdf/2696593.pdf>, <http://www.tc.umn.edu/~murra280/WorkingPapers/Survey.pdf>

¹⁴⁷ Para más detalle sobre la construcción del indicador ver: Núñez y Oneto (2012) Gobierno Corporativo en Brasil, Colombia y México. La determinación del riesgo en la emisión de instrumentos de deuda corporativa.

rasgos de gobierno corporativo (sujeto a la normativa vigente y códigos de buenas prácticas) y el mayor acceso, en mejores condiciones, al mercado de bonos.

Previamente a la presentación del *benchmark*, interesa precisar el concepto de bonos internacionales y sus diferentes formas, así como la descripción de las características de ese mercado.

IV.4 – Descripción del mercado internacional de bonos

Los bonos se dividen en dos categorías generales: domésticos e internacionales. Los bonos domésticos son aquellos colocados por empresas locales en el mercado doméstico. Los bonos internacionales, a su vez, se pueden dividir en tres grupos: bonos extranjeros, los llamados eurodólares y los globales. Los bonos internacionales son emitidos por compañías extranjeras en la moneda del país donde se ofrece o coloca el bono (por ejemplo, una empresa mexicana que levanta recursos, a través de la emisión de bonos en Japón denominada en yenes). Los eurodólares son bonos emitidos en moneda que no es la del país de origen del inversor (ejemplo, la empresa mexicana ha hecho una emisión en dólares). Los bonos globales son estructurados y completamente convertibles para ser transados en cualquier mercado al mismo precio y sin restricciones.¹⁴⁸ Se trata de ofertas extremadamente grandes que generalmente se presentan en múltiples tramos de diferente tamaño y vencimiento.

El período que va del 1º de enero de 2005 al 31 de diciembre de 2015, años previos a la crisis, durante la crisis y hasta la fecha, muestra un enorme dinamismo de los mercados de deuda particularmente corporativa. El total de emisiones internacionales corporativas de 23 países de América Latina y el Caribe,¹⁴⁹ durante el período 2005 – 2015 alcanzó los US\$1,36 billones correspondiente a 14,630 emisiones (internacionales y domésticas). Del total emitido cerca de un 60% corresponde a deuda internacional, alcanzando un monto de US\$ 805 mil millones y 6,728 emisiones.

En términos de montos, el Cuadro IV.1 nos muestra que los dos principales países emisores de deuda corporativa internacional fueron Brasil con casi un 40%, seguido de México con un 29%.

¹⁴⁸ Para Miller & Puthenpurackal (2005) estos bonos reducen el costo de capital de la deuda de las empresas en comparación a la emisión de bonos no globales.

¹⁴⁹ Argentina, Brasil, Chile, Colombia, México, Perú, Bolivia, Ecuador, Paraguay, Uruguay, Venezuela, Belice, Costa Rica, El Salvador, Guatemala, Nicaragua, Panamá, Bahamas, Republica dominicana, Jamaica, San Vicente y Las Granadinas, Barbados y Trinidad y Tobago.

Mientras que en términos de número de emisiones Brasil tiene el 75% del total de las emisiones seguido por Chile con un 10%.

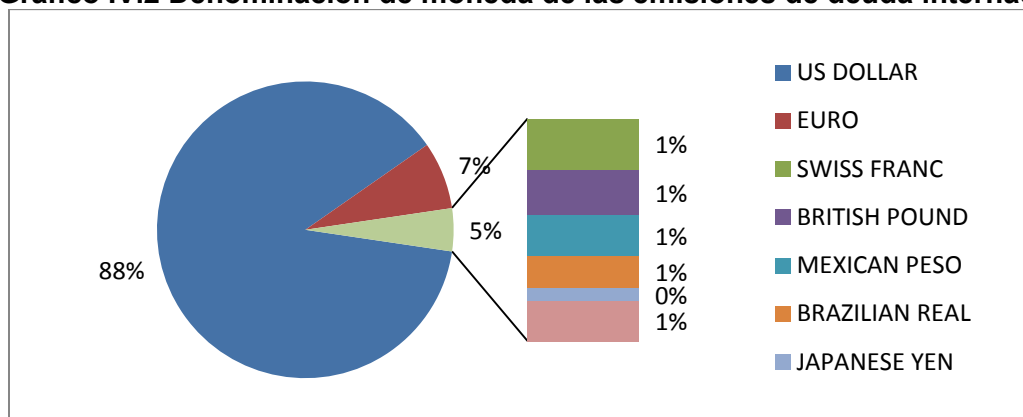
Cuadro IV.1 Número de emisiones de deuda internacional de empresas de América Latina y el Caribe (2005-2015)

EMISIONES INTERNACIONALES		
	Valor (USD miles de millones)	Número
Total de emisiones	805.25	6728
Brasil	320.89	5032
%	39.9%	74.8%
México	236.88	403
%	29.4%	6.0%
Chile	72.88	666
%	9.1%	9.9%
Venezuela	50.64	34
%	6.3%	0.5%
Colombia	34.81	73
%	4.3%	1.1%
Perú	32.71	102
%	4.1%	1.5%
Argentina	15.71	130
%	2.0%	1.9%
Otros	40.73	288
%	5.1%	4.3%

Fuente: elaboración propia en base a información de Bloomberg

Cabe señalar que las emisiones internacionales considerada en la muestra fueron realizadas en 22 monedas originalmente. Según el gráfico IV.2 el 88% de las emisiones fueron realizadas en dólares americanos, seguidas de lejos por las emisiones en euro correspondiente a un 7%. Este predominio puede haberse incluso acentuado en el período más reciente, debido al fortalecimiento del dólar desde finales de 2014.

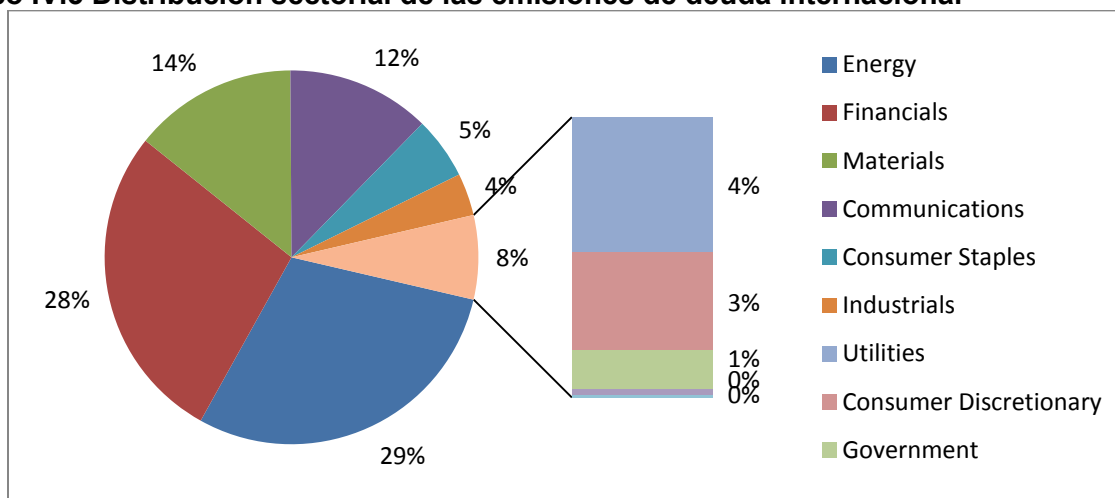
Gráfico IV.2 Denominación de moneda de las emisiones de deuda internacional



Fuente: elaboración propia basado en información de Bloomberg (2015)

El gráfico IV.3 muestra la distribución de la deuda por sector de la economía respecto al monto total emitido. El sector de energía es el que concentra los mayores valores de emisiones de la región alcanzando el 29%, aunque con tan solo el 3.2% del total de emisiones de bonos. Por otra parte, el sector financiero es responsable del 28% del monto total emitido y de casi el 83% del número total de emisiones de deuda internacional.

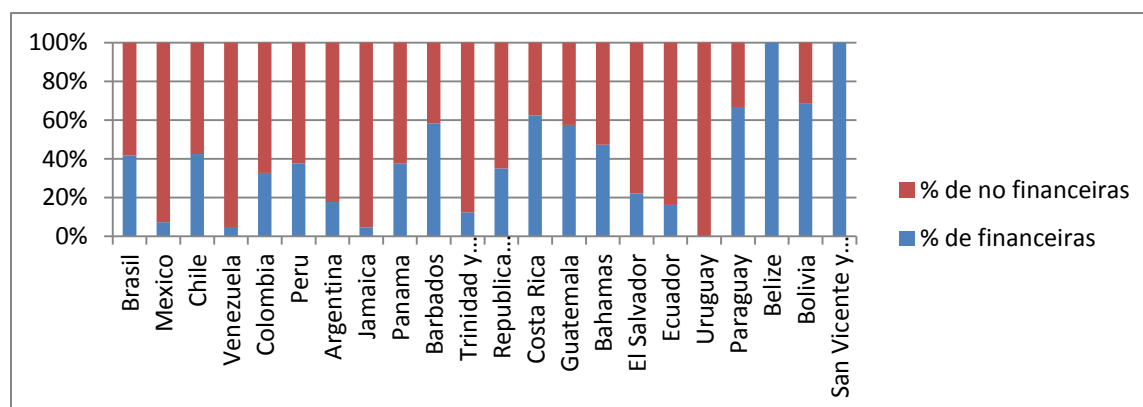
Gráfico IV.3 Distribución sectorial de las emisiones de deuda internacional



Fuente: elaboración propia basado en información de Bloomberg 2015

El 95% de las emisiones son realizadas por tan solo siete países de la región, los cuatro países del MILA más Argentina, Brasil y Venezuela. Esto es, los 16 países restantes son responsables, en conjunto, de tan solo el 5% de la emisión internacional corporativa de la región. El porcentaje mayor de emisiones de América Latina y el Caribe proviene del sector no financiero como se observa en el gráfico IV.4

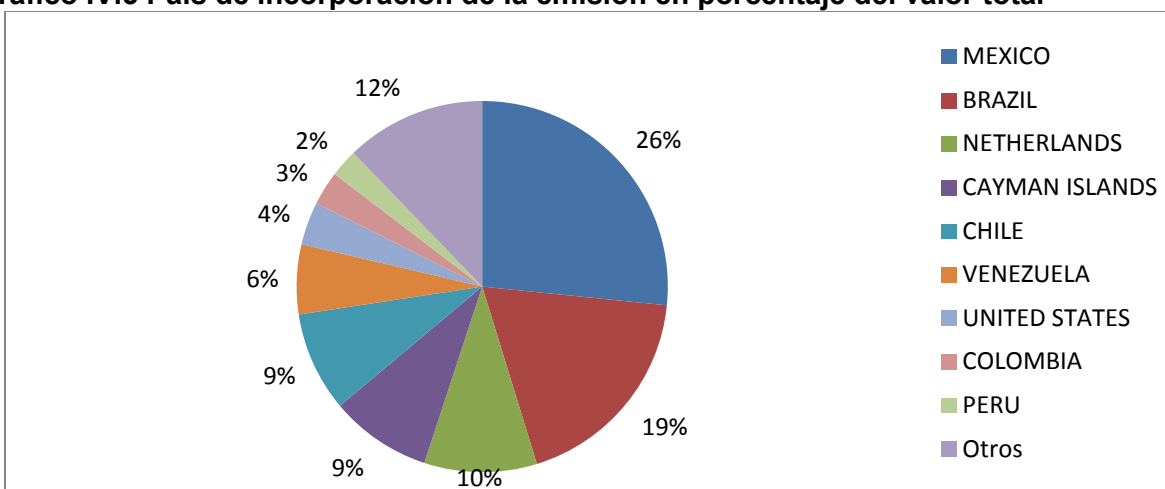
Gráfico IV.4 Emisiones sector financiero y no financiero 2005 – 2015 (en porcentaje)



Fuente: elaboración propia en base a información de Bloomberg (2016)

El gráfico IV.5 también muestra los países donde fue colocada dicha deuda corporativa. El 26% de la deuda fue colocado en el mercado mexicano, seguido del 19% del total de la deuda colocada en Brasil. Si bien el 10% de la deuda total fue colocada a través de una empresa en los Países Bajos, el riesgo de dicha emisión se encuentra en algún país de América Latina y el Caribe.

Gráfico IV.5 País de incorporación de la emisión en porcentaje del valor total



Fuente: Elaboración propia basado en información de Bloomberg 2016

IV.5 Características de la base de datos

La base de datos construida para el análisis contiene emisiones de deuda internacional registradas en la plataforma de Bloomberg. Esta base está conformada por 5173 emisiones de bonos internacionales de un total de 23,397 observaciones, emitidas por 323 empresas de un universo de 2,130 empresas¹⁵⁰ de los cuatro países del MILA más Brasil que emitieron y no emitieron títulos internacionales de deuda durante el período 2005-2015.

Se utilizó el enfoque de “residencia del emisor” de acuerdo al párrafo 7.61 del Handbook of Security Statistics publicada por el FMI, el BIS y el BCE de 2015, para justificar cada una de las variables utilizadas en el filtro,¹⁵¹ para clasificar el mercado de bonos corporativos.¹⁵² Ello,

¹⁵⁰ Este universo fue seleccionado a partir de las empresas que contaban con información de total de activos y total de deuda en al menos un año del período analizado.

¹⁵¹ En el enfoque de “Residencia del emisor” (párrafo 7.61, Handbook of Security Statistics, 2015), los títulos de deuda emitidos por un residente de la misma economía en donde fue emitido el bono, son clasificadas como emisiones domésticas, independientemente de la moneda de emisión. Todas las otras emisiones son clasificadas como emisiones internacionales. De acuerdo con el mismo documento el “país de residencia” (párrafo 4.3) se

debido a que Bloomberg no cuenta con un mecanismo directo para filtrar las emisiones según país de residencia.

En un primer filtro realizado fueron excluidas las emisiones domésticas (*Domestic* y *Domestic MTN*) y las colocaciones privadas (*private placements*), lo que asegura que las otras categorías corresponden solamente a emisiones internacionales. Cabe señalar que el filtro incluye aquellas emisiones realizadas por las casas matrices y por filiales o subsidiarias. Dadas las restricciones de la plataforma de Bloomberg que limita el acceso a datos, el análisis considera solamente las emisiones anuales y no las operaciones trimestrales. Este número de observaciones vía matrices y subsidiarias intenta subsanar una de las condiciones de cualquier modelo *probit* que es, según varios autores, contar con el mayor número de observaciones. (Wooldridge, 2010)

La información filtrada incluye la fecha de emisión, el vencimiento promedio del bono que alcanza los 10 años y una mediana de 8. Las emisiones fueron realizadas en 15 monedas distintas, siendo su gran mayoría (82%) en dólares americanos. Algunas de las emisiones fueron calificadas por las principales calificadoras de riesgo internacionales: Fitch (62%), Moody's (63%) y S&P (64%). Algunas otras fueron calificadas con la metodología de Bloomberg (52%). Dado que cada emisión requiere de al menos dos calificaciones, probablemente un número importante de ellas fueron calificadas por agencias de calificación nacionales. El rendimiento promedio de los bonos emitidos durante ese periodo fue de 5%.

IV.6 – Un *benchmark* de gobierno corporativo

La variable clave del estudio es el indicador de gobierno corporativo para la emisión de instrumentos de deuda. Los datos utilizados responden a la evaluación, a través del indicador diseñado por la CEPAL la CAF y el BID en 2012,¹⁵³ de las normativas de gobiernos

refiere a la residencia de cada unidad institucional que es el territorio económico con el cual tiene la conexión más fuerte. Este se expresa como el “centro de interés económico predominante” (BPM6, párrafo 4.113). Como principio general, una empresa es residente en un territorio económico cuando esa empresa se dedica a la producción de una cantidad significativa de bienes y/o servicios desde una ubicación en ese territorio. En ausencia de cualquier dimensión física para una empresa, su residencia está determinada por el territorio económico bajo las leyes a las que la empresa está incorporada o registrada (2008 SNA, párrafo 4.10 a 4.15).”

¹⁵² Versión 2015 del Handbook of Security Statistics, HSS, 2015 publicada en conjunto por el FMI, el BIS y el BCE.

¹⁵³ El indicador fue construido por Pérez Galindo y Espinosa Langle (2015) sobre la base de estándares internacionales de gobiernos corporativos tales como los Principios de Gobiernos Corporativos de la OECD y los Principios de Gobierno Corporativo de la CAF (2014), algunos estándares nacionales como The UK Corporate Governance Code (2010) y The Combined Code of Corporate Governance (2008). El objetivo del indicador es “contar con una herramienta cualitativa (medible), que refleje el nivel de riesgo y de control interno específicamente relacionado con los procesos de emisión de títulos de deuda de una empresa” a través de tres etapas: 1) identificando las principales actividades a nivel agregado, de los procesos de emisión de deuda en los que el gobierno corporativo tiene responsabilidad directa esto es, en la determinación de necesidades de

corporativos en general, y en particular de las emisiones de deuda corporativa. A continuación, se abordarán ambos niveles de la normativa de gobierno corporativo.

IV.6.1 – Un *benchmark* de gobierno corporativo específico para emisión de deuda internacional.

El indicador (CEPAL - CAF - BID 2012) se basa en estándares internacionales, que incluye los principios de gobierno corporativo de OECD.¹⁵⁴ Con la aplicación de este indicador se pretende evaluar las normativas, así como los códigos de buenas prácticas en materia de gobiernos corporativos de los países del MILA más Brasil, que rigen a los emisores de deuda internacional. El indicador adaptado agrupa nueve categorías, y diecinueve estándares, como se observa en el cuadro IV.2. Los tres primeros niveles (presidente del consejo, estructura y papel del consejo) forman la estructura general del gobierno corporativo; y los tres comités corporativos especializados que proveen de información al consejo respecto a temas más específicos relacionados con la emisión de deuda. Como ya se mencionaba con anterioridad, la transparencia es considerada un principio rector básico del gobierno corporativo que está implícito en las distintas normativas. El diagrama IV.2 muestra los elementos de una estructura general de gobierno corporativo para la emisión de deuda.

Diagrama IV.2 Estructura del gobierno corporativo

- El papel del Consejo o Directorio
- Estructura del Consejo o Directorio
- El Presidente del Consejo o Directorio
- Papel y selección de consejeros: consejeros internos (o ejecutivos) y externos (o no ejecutivos)

Principios básicos

- Transparencia

Partes específicas del gobierno corporativo

- Comité de auditoría
- Comité de riesgo
- Comité de financiamiento corporativo

financiamiento, selección y aprobación de intermediarios financieros a cargo de la emisión, determinación de los riesgos de emisión y el seguimiento de su evolución, autorización de emisión basada en la información sobre uso de fondos recaudados y las implicancias del apalancamiento, así como la estructuración de sistemas de control interno, que reporte oportunamente sobre efectividad de control de riesgo y desempeños de sus directivos; 2) definición de estándares de gobierno corporativo con impacto en los procesos de emisión de deuda; 3) definición de los criterios que determinan la importancia de los estándares específicos. Para más detalle ver: Núñez y Oneto "Gobernanza corporativa en el Brasil, Colombia y México. La determinación del riesgo en la emisión de instrumentos de deuda corporativa" CEPAL-CAF-BID, Santiago 2012

¹⁵⁴ Para mayor detalle ver G20/OECD Principles of Corporate Governance. OECD Report to G20 Finance Ministers and Central Bank Governors, Turkey, 2015 (2015)

De acuerdo a Pérez (2012), los principales aspectos de un proceso de emisión de deuda donde el gobierno corporativo tiene un rol potencialmente importante son: la determinación de necesidades de financiamiento; la determinación de riesgos de las emisiones de bonos y su seguimiento; la autorización de las emisiones de bonos y acceso a la información sobre el uso de los fondos y las implicaciones del apalancamiento; y por último, la eficacia de los sistemas de control interno y reporte oportuno de información sobre la efectividad del control de riesgos y el desempeño de los directivos. Cuatro elementos centrales considerados en un indicador para evaluar los marcos normativos.

El indicador está basado en preguntas que resultan en una respuesta binaria, si cumple adopta el valor de 1 y si no cumple el valor de cero. Es normalizada entre 0 y 10. Aunque el indicador fue hecho para evaluar directamente el desempeño del gobierno de las empresas en la emisión de deuda, su utilidad puede extenderse a la evaluación de las leyes vigentes que rigen dicha actividad. Por tanto, se hizo una adaptación de los estándares y preguntas originales, al igual que sus ponderaciones, las cuales se observan en el cuadro IV.2. Fueron utilizados 2 indicadores uno considerado de carácter general (que incluye transparencia y trato equitativo de los accionistas) y el otro para medir el gobierno corporativo en la emisión de deuda. En este se mantuvieron casi todas las categorías del indicador original, con excepción del comité de inversiones financieras y se adaptaron las preguntas para cada estándar tomando en consideración solo la normativa y los códigos de buenas prácticas correspondientes, combinando los niveles mandatorio (marco normativo) y voluntario (códigos de buenas prácticas). En cuanto a la ponderación por categoría, el índice general tiene una ponderación que se muestra en el cuadro IV.4 mientras que el relacionado con la emisión de deuda se mantuvo similar, al propuesto por CEPAL-CAF-BID, salvo que la ponderación del comité de inversiones financieras, que fue excluido del presente análisis, fue distribuida entre las demás categorías.

Para los fines del presente análisis se considera la variable de gobierno corporativo como una variable macro de reputación de la normativa de valores. Esto es, aplicable a aquellas sociedades anónimas abiertas que pueden hacer ofertas públicas. Por ello han sido excluidas todas aquellas emisiones consideradas privadas tales como las acogidas a la Regla 144 de la Security and Exchange Commission de Estados Unidos (SEC).¹⁵⁵ La variable está construida a

¹⁵⁵ Un número importante de empresas de la región emite títulos privados de deuda bajo las reglas 144 y 144^a que por tratarse de emisiones privadas no están sujetas a la entrega de información sobre los gobiernos corporativos de las emisoras, según la normativa de los países de la región. Una discusión jurídica interpretativa sobre las reglas

partir de la normativa y los cambios de ésta a lo largo del período 2005 – 2015 período al que se extiende el estudio.¹⁵⁶

El cuadro IV.2 muestra la matriz de estándares para la evaluación de la normativa de gobierno corporativo en la emisión de deuda.

Cuadro IV.2 Indicador de evaluación de la normativa de gobierno corporativo para emisiones de deuda internacional

		Estandar	Ponderación	N. de Preguntas
Papel del consejo de administración	1	El Consejo de Administración debe establecer los mecanismos que le aseguren información confiable sobre todas las actividades de inversiones en activos financieros y en activos no financieros y en actividades de financiamiento que realice la empresa.	15.52%	1
	2	El Consejo de Administración sólo podrá delegar responsabilidades y funciones en los Comités Corporativos presididos por un Consejero Externo Independiente.	5.84%	1
Estructura del CA	3	Un tamaño adecuado de un Consejo de Administración es aquel que le permita tomar decisiones en forma ágil.	0.94%	2
Papel del presidente del CA	4	El presidente del Consejo deberá establecer los mecanismos conducentes a la selección de consejeros externos en base al valor que pueden aportar.	3.98%	1
	5	El presidente del Consejo deberá ser un consejero externo independiente.	1.88%	1
Papel y selección de los consejeros ejecutivos o internos y consejeros no ejecutivos o externos	6	Los consejeros deberán mantenerse actualizados sobre las necesidades de la empresa y de sus empleados.	7.79%	2
Consejeros externos / independientes	7	Los Consejeros externos deberán transparentar ante el Consejo cualquier conflicto de interés relacionado con la empresa, de los que tengan conocimiento.	5.84%	1
Consejeros internos	8	Los Consejeros Internos deberán de firmar certificados que los responsabilicen legal y penalmente de la información que generen y difundan, así como de la omisión de divulgación de información hacia el Consejo. El director de auditoría interna deberá ser un miembro del Consejo y deberá	7.77%	2

relativas a los bonos y la emisión de acciones, en relación a la oferta privada de bonos se encuentra en Guerrero, R. (2002), “La oferta privada de bonos: una errada interpretación administrativa”.

¹⁵⁶ En una futura extensión de este análisis, dicho indicador podría ser aplicado a una muestra representativa de empresas emisoras de deuda internacional de la región, con un efecto diferenciado sobre la probabilidad de que la emisora de deuda esté o haya estado registrada en valores y pueda realizar ofertas públicas, o que no esté registrada en valores al momento de la emisión, por tratarse de una emisión privada. Igualmente se podría evaluar cada una de las categorías que conforman el indicador y que representan los aspectos particulares de la gobernanza de cada una de las empresas por separado.

	9	reportar directamente a éste o a alguno de sus Comités Corporativos.		
Comité de auditoría	10	El Comité deberá ser presidido por un consejero externo independiente, con experiencia en control interno. El auditor externo deberá ser contratado por y reportar directamente al Comité.	19.40%	2
	11	El Comité debe aprobar los programas de auditoría y dar seguimiento a la atención de las observaciones de auditoría.		
	12	El Comité debe aprobar el diseño y funcionamiento del sistema de control interno.		
	13	El Comité es responsable de asegurar que se tenga un sistema de reporte efectivo, especialmente sobre aspectos financieros, sobre control de riesgos y sobre el desempeño de la empresa y de sus directivos.		
Comité de financiamiento corporativo	14	El comité deberá ser presidido por un consejero externo independiente con experiencia en financiamiento corporativo, el comité deberá dictaminar las necesidades de financiamiento y los mecanismos propuestos por la dirección general,	15.52%	4
	15	El comité deberá aprobar la selección y contratación de los intermediarios financieros que requiera la empresa para la colocación de los títulos financieros		
Comité de riesgos	16	El Comité deberá ser presidido por un consejero externo independiente, con experiencia en administración integral de riesgos.	15.52%	3
	17	El Comité deberá dictaminar los reportes de los riesgos financieros y de crédito elaborados por el área de riesgos de la misma.		
	18	El Comité deberá presentar informes periódicos a la dirección general y al Consejo sobre la efectividad de la estrategia de inversiones.		
	19	El Comité deberá aprobar el plan de tratamiento (mitigación, contención o traspaso) de riesgos no financieros que presente la dirección general de la empresa.		
Total			100%	20

Fuente: Construido en base al indicador de gobiernos corporativos para deuda de CEPAL 2012

El anexo 2 lista las distintas normativas revisadas y evaluadas con el indicador – todas ellas del mercado de valores – así como los códigos de buenas prácticas de gobiernos corporativos vigentes para cada uno de los países seleccionados. Algunos de los códigos se convierten en parte de la información solicitada periódicamente por las bolsas de valores. La obligatoriedad de suministrar información de la actividad de la empresa a través de su gobierno corporativo, en muchos casos es discrecional y está basada en el principio de “cumpla o explique”. Lo anterior, aunado al número limitado de empresas sujetas a la normativa de gobiernos

corporativos, puede neutralizar el posible efecto positivo en la reducción de las asimetrías de información.¹⁵⁷

Muchas de las modificaciones recientes a los marcos normativos de gobiernos corporativos, se dirigen a enfatizar la presencia de un mayor número de consejeros independientes en los directorios.

Por otra parte, Bloomberg, a través de su plataforma, recoge información sobre gobiernos corporativos que, aunque limitada, permite tener una idea sobre la información que la empresa proporciona al mercado. Dicha plataforma no registra si las emisoras están obligadas a suministrar información de su gobierno corporativo en sus países.

De la evaluación de la normativa a través del indicador, se obtuvieron los valores resumidos en el cuadro IV.3. Los resultados de la medición del nivel general de la normativa de gobierno corporativo en los cuatro países del MILA más Brasil, muestran un desempeño similar de las entidades regulatorias de los cinco países y un esfuerzo, en los últimos años, por mejorar los marcos normativos que rigen el gobierno corporativo.

Cuadro IV.3 Resultados del Indicador de gobiernos corporativos de deuda corporativa 2005-2015

País	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Brasil	3.88	3.88	3.93	3.93	3.93	3.93	3.93	4.12	5.09	5.09	5.09
Chile	1.16	1.16	1.16	1.16	5.04	5.04	5.04	5.04	7.05	7.05	7.05
Colombia	4.13	5.67	6.07	6.12	6.12	6.12	6.12	6.12	6.12	6.12	7.15
México	4.02	6.93	6.93	6.93	6.93	6.93	7.32	7.32	7.32	7.37	7.37
Perú	4.66	4.66	4.66	4.66	4.66	4.66	4.66	4.66	4.66	7.05	7.05

Fuente En base al indicador construido por CEPAL-CAF-BID en 2012

El país con el menor índice en 2015 fue Brasil. La explicación está asociada al tema de análisis y manejo de riesgo y la disposición referida a que un tercio del consejo de administración puede ser integrado por ejecutivos de la empresa (un potencial conflicto de interés). La normativa de este país considera obligatoria la existencia de un consejo de administración,

¹⁵⁷ En algunos casos ésta no coincide con la información proporcionada por los colocadores (banca de inversión), generándose una asimetría en la información disponible al mercado, que puede terminar perjudicando la transparencia y la revelación de información, aspectos clave del buen gobierno corporativo.

pero también la existencia de un consejo fiscal.¹⁵⁸ Por otra parte, se puede observar que la normativa peruana, por su parte, mostró el nivel más alto de gobierno corporativo en relación a los otros países; el mayor salto en la normativa proviene de Colombia en el mismo período 2005-2015.

Respecto al nivel de cobertura de las categorías del indicador en cada una de las normativas, cuyos resultados se muestran en el cuadro IV.3: la normativa de Chile es la que mejor aborda el papel del consejo en la empresa (estándar 1). Con la reforma a la Ley de Sociedades Anónimas (18.046) de 2009, Chile alcanza el mayor puntaje en esta categoría. Respecto a la estructura del consejo de administración (estándar 2) las normativas de Colombia y México se destacan por requerir que al menos 25% de los consejeros sean independientes.¹⁵⁹ Respecto al papel del presidente del consejo (estándar 3) ninguna de las normativas analizadas se distingue sobre las otras. Sin embargo, Chile, Colombia y Perú prohíben explícitamente que, directa o indirectamente, el gerente general sea el mismo que ejerza la presidencia del consejo. Sobre los comités de auditoría (estándar 4) y de riesgo (estándar 5), se observan evoluciones distintas. De 2005 a 2015 hubo un esfuerzo por parte de todas las legislaciones, salvo Perú, por hacer obligatoria la existencia de un comité relacionado a cuestiones de auditoría, lo que no ha sido posible observar en el ámbito del análisis exclusivo de riesgo y financiamiento corporativo.

En general, las mayores mejoras del marco legal de gobiernos corporativos de los cuatro países del MILA y Brasil fueron realizadas entre 2013 y 2014. Probablemente, en el caso de los países del MILA, haya influido la necesidad de armonizar las leyes entre los países para llevar a cabo el objetivo de dicha iniciativa, la integración de las bolsas de valores de los cuatro países. Por otra parte, los cambios en algunos casos coincidieron con escándalos empresariales en algunos países (por ejemplo, en Chile el caso de la empresa La Polar) y con reformas sectoriales en otros (la reforma energética en México).

¹⁵⁸Un tercio del Consejo de Administración puede ser integrado por ejecutivos de la empresa, es decir por consejeros internos. Esto último dificulta la posibilidad de utilizar esta instancia para resolver posibles conflictos de agencia (principal – agente).

¹⁵⁹ Si bien hay una tendencia en el mundo por incluir un mayor número de consejeros independientes en los consejos, autores como Bhagat y Bolton (2008) que analizan la relación entre gobiernos corporativos y el desempeño de la empresa, muestran que la independencia del directorio está negativamente correlacionada con el desempeño operacional de la empresa. Desde el punto de vista de estos autores esto último es especialmente relevante dado el protagonismo alcanzado por los directorios independientes dentro de los requisitos para las empresas listadas.

La información sobre los comités corporativos y sus responsabilidades en especial sobre los temas de riesgo y auditoría obtienen las calificaciones más bajas. Los temas de financiamiento en la emisión de deuda es una información considerada relevante; sin embargo, son pocas las empresas que cuentan con comités corporativos especializados que atienden el tema.

Cabe señalar que, en las normativas no existen disposiciones legales específicas que den un tratamiento diferenciado a las empresas propiedad del estado que emiten deuda. Los resultados de Núñez y Oneto (2015) mostraron que, en casos de empresas propiedad del estado a las que les fue aplicado el indicador, la estructura de sus gobiernos corporativos incluía alguna instancia especializada en los temas de financiamiento e inversiones financieras, que en general no se encontraron en la mayoría de las estructuras de las empresas privadas que fueron consideradas en la muestra.¹⁶⁰

IV.6.2 – Un *benchmark* de gobierno corporativo general

Como ya se adelantaba en el apartado anterior, he considerado interesante incluir al análisis el impacto de un esquema general de gobernanza, que mide las diferentes categorías generales de cualquier modelo de gobierno corporativo. Se incluye al modelo base los resultados de la aplicación de un indicador general, es decir no específico de deuda corporativa, para evaluar la normativa y los códigos de buenas prácticas en general de gobiernos corporativos de los 5 países. Dicho modelo solo considera dos comités corporativos (de auditoría y de riesgos) e incorpora dos categorías clave en todo modelo de gobernanza: la transparencia y el trato equitativo de los accionistas. Ambos aspectos son considerados en la mayoría de los estándares internacionales de referencia para las normativas para la medición del gobierno corporativo de las empresas sin importar el tipo de actividad que realice, ni si es pública.

A continuación, en el cuadro IV.4 se presenta el indicador general, desglosado por categorías, propuesto y utilizado para evaluar la normativa de gobierno corporativo. Este incluye siete categorías y siete estándares, con la ponderación correspondiente a cada categoría. Los resultados de este indicador fueron incluidos en el modelo base.

¹⁶⁰ El informe de CEPAL-CAF-BID (2015) incluye en su muestra empresas, cinco de propiedad del Estado, las cuales en general mostraron un desempeño mejor en comparación a las demás empresas privadas representantes de los otros sectores de la economía (financiero, servicios y manufacturero). En especial los casos de Chile y Perú llaman la atención. El desempeño fue mejor fundamentalmente porque cuentan con al menos tres de los comités corporativos considerados por el indicador, lo que contrasta con la realidad de las demás empresas. Hay una mayor rigidez de las reglas a nivel de los mercados internos (de acciones y de deuda local), que se traslada a los mercados internacionales de deuda.

Cuadro IV.4 Indicador para evaluar la normativa de gobierno corporativo general

<i>Categorías</i>	<i>Estándares</i>	<i>Ponderación</i>	<i>N. de Preguntas</i>
Papel del consejo de administración	1	20,75%	8
Estructura del CA	2	15,75%	2
Papel del presidente del CA	3	5,00%	3
Comité de auditoría	4	13,50%	4
Comité de riesgos	5	13,50%	3
Derechos y trato equitativo de los accionistas	6	15,00%	3
Transparencia	7	16,50%	5
Total		100%	28

En el cuadro IV.5 se reportan los resultados de la evaluación de la normativa de gobierno corporativo general de los cinco países seleccionados (MILA más Brasil) durante el período 2005 – 2015. Se observa que dichos resultados son ligeramente más altos que los obtenidos al aplicar el indicador específico para emisiones de deuda corporativa. La diferencia se debe fundamentalmente a la ponderación asignada a cada una de las categorías. En el indicador para evaluar la emisión de deuda, la ponderación dada a los comités corporativos es mayor (el de auditoría 19%). En este la mayor ponderación corresponde al papel del Consejo (20%), categoría considerada por todas las normativas. En el primer indicador la no existencia de comités corporativos, en la mayoría de las legislaciones, reduce los valores del índice. Mientras que las categorías generales están presentes en la mayoría de las legislaciones que norma gobiernos corporativos.

Cuadro IV.5 Resultados del Indicador de gobiernos corporativos de deuda corporativa 2005 - 2015

País	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Brasil	4.27	4.27	5.06	5.06	5.06	5.06	5.06	6.14	6.14	6.14	6.14
Chile	2.56	2.56	2.56	2.56	2.56	3.06	3.06	3.58	6.84	6.84	7.25
Colombia	0.93	2.99	2.99	5.12	5.12	5.12	5.12	5.12	5.12	5.12	7.66
México	4.48	6.19	6.19	6.19	6.19	6.19	6.45	6.45	6.45	6.71	7.12
Perú	4.39	4.39	4.39	4.39	4.39	4.39	4.39	4.39	4.39	7.76	7.76

IV.7 Principales *drivers* de las emisiones internacionales de bonos corporativos

IV.7.1 Metodología de estimación y características de la variable dependiente

Debido a las características de la variable dependiente $P(Bond_{it})$ se eligió un modelo *Probit* (probabilidad de emitir o no un bono) aplicado a datos en panel. En una primera parte se describe la variable dependiente, posteriormente se analiza el modelo *Probit* y se presenta de manera resumida la técnica de estimación de parámetros de máxima verosimilitud (EMV). Se realizan algunos comentarios finales sobre los resultados obtenidos de la aplicación del modelo de datos en panel.

Un primer acercamiento con la información nos permite identificar y analizar los factores detrás de las decisiones de algunas empresas latinoamericanas para emitir deuda corporativa. Esta sección lista las variables identificadas que impactan sobre las decisiones y la forma de interacción durante el período 2005-2015. En este modelo *probit* la variable dependiente capta la decisión de emitir o no. La variable dependiente es la emisión de bono denominada $Bond_{it}$. Ésta es una variable binaria (*dummy*) que sigue una distribución de Bernoulli y que toma dos valores: uno con probabilidad p_i si la compañía i ha emitido deuda en el período analizado t , en el país j , o cero con probabilidad $(1 - p_i)$ si no lo hizo.

$$Prob(y_i = 1|x_i, \beta) = p_i = F(x_i, \beta) . \quad (1)$$

La ecuación (1) afirma que la probabilidad de emisión de la firma i es una función del vector de variables explicativas x_i y sus parámetros β . Estos parámetros muestran la dirección de la relación entre las variables independientes y la variable dependiente $Bond_{it}$. Este análisis busca identificar y cuantificar el impacto de algunas variables en esa probabilidad. La elección de una determinada $F(x_i, \beta)$ genera diferentes modelos (Yoshimoto, 2008). La función utilizada se describe más adelante.

Generalmente, en modelos de base binaria se define una variable latente y_{it}^* , que es continua y no observable. Para este análisis, la variable latente sería el beneficio neto de una emisión de bonos para una firma i en el período t . El tamaño de ese beneficio no es cuantificable, pero es posible observar la decisión de la empresa de emitir o no deuda:

$$y_{it} = \begin{cases} 1 & \text{si } y_{it}^* > 0 \\ 0 & \text{si } y_{it}^* \leq 0 \end{cases} \quad (2)$$

La variable latente puede ser definida de la siguiente manera:

$$y_{it}^* = x'_{it}\beta + \varepsilon_{it} \quad (3)$$

Donde y_{it}^* es un escalar no observable referente al beneficio que cada firma obtiene de la emisión de deuda en cada período, x'_{it} es un vector columna transpuesta de variables independientes, β un vector columna de parámetros y ε_{it} un vector columna de residuo de la ecuación.

IV.7.2 Modelo *probit* aplicado a datos de panel

El modelo *probit* está determinado por dos supuestos. Primero, el residuo de la ecuación (3) se distribuye de acuerdo a una distribución normal, o sea, con una media cero y una varianza constante. Segundo, la función $F(x_i, \beta)$ en la ecuación (1) es una función de distribución acumulada (FDA) de la distribución normal (Yoshimoto, 2008). Intuitivamente, Veerbek (2012) argumenta que como la unidad de la variable latente no es identificable, se requiere de una normalización de la distribución de ε_{it} . Esto significa que la varianza es fija en un valor determinado. En el caso del *probit*, la varianza del residuo se fija en uno con una media igual a cero, $\varepsilon_{it} \sim N(0,1)$.

Se espera que las variables macroeconómicas y las variables específicas de la empresa influyan en la decisión de emisión de deuda. Las características de la empresa aquí definidas, buscan captar la información disponible para los inversionistas en el momento de la emisión. El conjunto de variables a estimar fue tomado de los trabajos de Mizen et al. (2008, 2012), Pagano et al. (1998), Miller y Puthenpurackal (2002) y Rodrigues et al (2015).

Los determinantes de la decisión de emisión de deuda corporativa internacional son estimados por la siguiente ecuación, que solo es una adaptación de (3):

$$y_{ijt}^* = \alpha_i + \beta_i X_{ijt} + \theta_j Z_{jt} + \varepsilon_{ijt} \quad (4)$$

donde X_{ijt}, Z_{jt} son escalares que recogen variables macro y de la empresa respectivamente, al igual ε que es el escalar del residuo de la ecuación. Los parámetros estimados β, θ, α muestran la dirección de la relación entre las variables independientes y la variable dependiente. Ya que no son conocidos, se utiliza el método de máxima verosimilitud, el cual está basado en la teoría de probabilidad. Intuitivamente, la estimación por máxima verosimilitud busca identificar en la muestra los parámetros más probables que generaron las observaciones.

Dado que los valores de los parámetros son desconocidos y por lo tanto no es posible identificar la relación, se requiere invertir la relación y buscar la probabilidad de encontrar los parámetros para la muestra observada. La función de verosimilitud es:

$$L(\beta, \theta, \alpha | y_{ijt}, X_{ijt}, Z_{jt}) = \prod_{i=1}^n f(\beta, \theta, \alpha | y_{ijt}, X_{ijt}, Z_{jt}). \quad (5)$$

En el caso de un modelo *probit* la función $f(\beta, \theta, \alpha | y_{ijt}, X_{ijt}, Z_{jt})$ adquiere la siguiente forma:

$$L(\beta, \theta, \alpha | y_{ijt}, X_{ijt}, Z_{jt}) =$$

$$\prod_{i=1}^n \text{Prob}(y_{it} = 1 | y_{ijt}, X_{ijt}, Z_{jt}, \beta, \theta, \alpha)^{y_{it}} \text{Prob}(y_{it} = 0 | y_{ijt}, X_{ijt}, Z_{jt}, \beta, \theta, \alpha)^{(1-y_{it})}. \quad (6)$$

La ecuación (6) muestra la probabilidad de obtener un parámetro específico dada la muestra. Una vez obtenida la función, se elige un parámetro que maximice la probabilidad de ocurrencia de la muestra. Considerando el planteamiento de la ecuación (4), la ecuación de probabilidad en (1) y su complemento adquieren la forma siguiente:

$$\begin{aligned} \text{Prob}(y_{it} = 1 | y_{ijt}, X_{ijt}, Z_{jt}, \beta, \theta, \alpha) &= F(\alpha_i + \beta_i X_{ijt} + \theta_j Z_{jt}) \\ \text{Prob}(y_{it} = 0 | y_{ijt}, X_{ijt}, Z_{jt}, \beta, \theta, \alpha) &= 1 - F(\alpha_i + \beta_i X_{ijt} + \theta_j Z_{jt}) \end{aligned} \quad (7)$$

Para facilitar el proceso de optimización en un modelo de máxima verosimilitud, generalmente se transforma la función (6) en logarítmica. Una vez hecha esta transformación y sustituida (7) en (6), se obtiene la ecuación (8):

$$\ln L(\alpha_i, \beta_i, \theta_j | X_{ijt} Z_{jt}) = \sum_{i=1}^n (y_i \ln F(\alpha_i + \beta_i X_{ijt} + \theta_j Z_{jt}) + (1 - y_i) \ln (1 - F(\alpha_i + \beta_i X_{ijt} + \theta_j Z_{jt}))) \quad (8)$$

La derivada de la función (8) en relación a los parámetros, se iguala a cero. La solución de esa igualdad lleva a $\hat{\beta}_{EMV}$, que es el parámetro más probable generado por la muestra observada.

IV.7.3 Descripción de variables

El análisis de Mizen (2012) incluyen cinco razones para evaluar la salud financiera de la empresa a través del análisis de los estados financieros. La primera, tomada del balance general, es la razón de apalancamiento en un período anterior $LevR_{it-1}$. Ésta se calcula dividiendo la deuda total de la firma sobre el total de activos. De acuerdo a Mizen et al. (2012), la relación puede ir en dos direcciones. Si una compañía tiene una razón alta de apalancamiento, los inversionistas pueden pensar que la empresa no será capaz de cumplir con sus obligaciones y de esta forma no demandar el bono, lo que conduciría a una relación negativa. Por otro lado, una razón deuda total / activos totales alta en un período anterior puede representar una señal de ser un buen sujeto de crédito, incrementando la probabilidad de una emisión exitosa en términos de demanda del bono. Se evalúan más evidencias a través de elevar al cuadrado la variable seleccionada y creando $LevR_{it-1}^2$ (apalancamiento al cuadrado, deuda total sobre activos totales al cuadrado). Con esta variable se intenta verificar si hay un nivel óptimo de deuda relativa a sus activos para la muestra agregada. Una explicación económica estaría relacionada con los rendimientos marginales que pueden ser crecientes o decrecientes. Hay variaciones al principio de la distribución de datos que son distintas a las del final, ambas con efectos diferentes. Por ejemplo, un aumento en una unidad de la razón deuda total / activos totales al principio de la distribución, puede afectar la probabilidad de emisión de deuda de manera distinta que un aumento en la misma magnitud al final de la distribución. Esto es, un aumento del apalancamiento de una empresa con un nivel bajo de deuda podría tender a aumentar su probabilidad de emisión de deuda. Por el contrario, un aumento del apalancamiento de una empresa que muestra un mayor endeudamiento podría traducirse en una menor probabilidad de emisión de deuda. Empíricamente, el impacto no lineal de la variable apalancamiento o *leverage* es testeada por Margaritis y Psillaki (2010) cuando ellos intentan explicar los determinantes del desempeño de la firma.

Para obtener el efecto de la rentabilidad ($ProfR_{it-1}$) se utilizó el EBIT (utilidades antes de intereses e impuestos) sobre el total de activos de una empresa. Respecto a la decisión de

emitir o no bonos, hay dos fuerzas contrarias que pueden influir. La relación negativa está basada en la intuición que, a mayor rentabilidad de una empresa, menor será la probabilidad que la empresa busque financiamiento externo. Por otra parte, puede surgir una relación positiva si la compañía emite deuda después de un período de ganancia anormal, esperando que los inversionistas perciban esta ganancia como permanente e incrementen la demanda por sus bonos (Pagano et al., 1998)

Se incluye en la regresión una variable $LiqR_{it-1}$ que mide la liquidez de la empresa. Se espera que la mayoría de las empresas líquidas no necesiten emitir deuda, como una medida para financiar inversión y crecimiento. El indicador elegido es la relación entre activos corrientes y pasivos totales (Mizen et al. (2012)),

Para medir la capacidad de la empresa para garantizar el financiamiento de la deuda se utiliza una razón de solvencia $SolR_{it-1}$ definida como activo tangible sobre activos totales. La hipótesis es que cuando las firmas disponen de muchos activos tangibles, los inversionistas tienen la seguridad que obtendrán de vuelta el total de sus inversiones. Mizzen et al. (2012) argumentan que ésta afirmación es aún más importante para emisiones internacionales, ya que la capacidad de monitoreo de los inversionistas extranjeros a la firma es limitada, y por lo tanto miran los activos tangibles como una forma potencial de recuperación de su capital en caso de un *default*.¹⁶¹

Para apoyar la hipótesis de que mientras más grande la empresa $Size_{it}$, la probabilidad que emita deuda es mayor, Calomiris et al. (1995) utiliza el logaritmo del total de activos de la firma como una variable de control.

Otra variable de control incorporada en el modelo es aquella que establece la necesidad de financiamiento de una empresa específica. Si la empresa tiene proyectos potenciales, pero sin financiamiento, quizás aumente la probabilidad de emisión de deuda. Para ello se utilizará un proxy $CapExpA_{it-1}$ equivalente a los gastos de capital sobre el total de activos. Esta variable ayuda a evaluar si la empresa está gastando y la necesidad de obtener más capital.

¹⁶¹ Variables asociadas a la administración de riesgo de las empresas en las emisiones internacionales están: la devaluación, que afecta el spread entre el rendimiento del bono en dólares; y el default, ambas variables de suma relevancia en la actual coyuntura, cuando se fortalece el dólar americano, principal moneda de las emisiones internacionales; y por otra parte la reciente alza de un cuarto de punto de la tasa de interés en Estados Unidos.

Las asimetrías de información juegan un papel importante en las transacciones financieras, incluyendo el mercado de bonos. Tanto la selección adversa y el daño moral surgen como barreras para alcanzar el contrato de emisión óptimo. Aunque estos efectos son mitigados en parte por la simple presencia de un colocador y una agencia calificadora de crédito, la amenaza podría permanecer e impactar negativamente sobre el libre flujo de información.

La selección adversa, como una forma de ocultar la información, ocurre antes de una colocación. En esta situación, el emisor cuenta con más información que los inversores acerca del verdadero valor y estabilidad financiera de la empresa. Éste hace uso de dicha información para llevar a cabo una colocación exitosa y beneficiarse de ella. Otro *proxy* que incorpora los efectos en un sentido amplio es la edad de la compañía Age_{it} , que representa el número de días en que la empresa ha estado listada en el mercado de valores. Mayores antecedentes de la compañía, se traducen en más información disponible para la toma de decisiones de los inversionistas.

La decisión de colocación de bonos internacionales podría relacionarse con la cantidad de los ingresos que una empresa recibe en moneda extranjera que, en algunos casos, requiere para cubrir compromisos en esa moneda. Por lo tanto, la variable $NLRev_{it}$ establece el porcentaje de ingresos en moneda no local del total de ingresos de la compañía. Cuanto más cercano a uno sea el porcentaje, lo más probable que se trate de una emisión *offshore*.

Respecto a las variables macroeconómicas, como se mencionó en la sección anterior se incorporaron dos índices de gobierno corporativo, uno general ($CorpGov_{jt}$) y otro específico para emisiones de títulos de deuda ($CorpGovDebt_{jt}$). Ambos índices representan una evaluación de los cambios en la normativa en distintos momentos del período señalado.¹⁶² Se espera que éste se relacione positivamente con la probabilidad de financiamiento de la empresa a través del mercado de renta fija. Según Pérez (2012) el uso principal de los estándares contenidos en este tipo de indicadores es preventivo. Advierte, por ejemplo, sobre posibles riesgos que enfrenta una empresa ante una emisión de bonos y el papel de las distintas instancias que conforman el gobierno corporativo de la emisora. La reputación del emisor construida a partir del buen desempeño de los órganos decisorios, que incluye entre

¹⁶² La selección de esta herramienta (indicador) se debió al hecho que está dirigido a la evaluación del gobierno corporativo en una emisión de deuda, contempla un número importante de riesgos que asume la empresa por actividades que realiza y que no forman parte de la estrategia del negocio. Además de considerar al control interno como un aspecto clave de una buena administración de la empresa. Si bien el indicador originalmente fue concebido para evaluar el desempeño de las empresas, es posible adaptarlo a la evaluación de la normativa previamente, para observar las diferencias y similitudes entre los marcos normativos de los países integrantes del MILA.

otras cosas, la independencia de los directorios, hecho tomado en cuenta por el mercado, puede influir en una mayor probabilidad de colocación exitosa de bonos. Por lo tanto, la regulación de dichas prácticas debe contribuir a una mejor percepción de la empresa por parte de los inversionistas, que culmine en una colocación más exitosa.

Para el análisis de la emisión de deuda internacional el modelo contempla $DebtSecGDP_t$ que significa la cantidad de títulos de deuda (*outstanding*) vigente en US dólar al final de cada año sobre el PIB nominal de un país.¹⁶³ Dicha razón tratará de capturar la evolución del mercado internacional de bonos de un país. Cuanto más grande es este mercado, mayor la probabilidad que las empresas accedan a él para su financiamiento.

Miller y Puthenpurackal (2002) analizan cómo el diferencial de spread entre los *Eurobonds* o los bonos extranjeros, con características similares, probablemente influyen en la decisión de emisión corporativa en un mercado. “Cuando los costos de interés de los eurobonds son relativamente más altos que los bonos *Yankee*, lo más probable es que la empresa coloque emisiones en bonos *Yankee*”. La medida de este impacto se registra con la variable referida al período promedio de tasas de interés nominal a 10 años de Estados Unidos que denominamos $Treasury_t$. Esta variable pretende evaluar el efecto de la tasa libre de riesgo para las empresas que emiten o no emiten en el extranjero y si el costo de endeudamiento de los países se ha incrementado.¹⁶⁴

El índice $CEMBI_t$ construido por JPMorgan, es una variable constituida por una canasta líquida de bonos corporativos de países emergentes denominados en U.S dólares del mercado global. El CEMBI Broad Diversified abarca todos los bonos corporativos elegibles con restricciones en calificaciones de crédito de los bonos (solamente grado de inversión) y el vencimiento de entre 1 y 10 años.¹⁶⁵

¹⁶³ Para calcularla se toma la cantidad de títulos de deuda pendientes en el último día de cada período en el país de cada compañía de la base de datos.

¹⁶⁴ En el modelo, la duración de los bonos utilizada para crear la variable será un promedio del vencimiento de ocho años, entre enero de 2005 y diciembre de 2015.

¹⁶⁵ Para el 31 de diciembre de 2015, este índice lo conformaban 1,190 emisiones de 558 emisores de 51 economías emergentes. El índice incluye grandes cantidades “*outstanding*”, vencimientos más largos y está menos concentrado en emisores individuales. Tiene una cobertura amplia de emisores, así como un equilibrio sectorial y regional. Usa una porción del valor nominal actual en circulación de los instrumentos. La metodología de diversificación se ancla en el tamaño promedio de los países y el saldo de la deuda del país más grande en el índice. El valor nominal actual se convierte entonces en valor de mercado, el cual a su vez se transforma a un índice de peso en porcentaje basado en un índice total de capitalización del mercado que representa el país. En suma, los pesos por país son limitados en 10%, y cualquier exceso es redistribuido entre los países más pequeños

La variable derivados $Deriv_{jt}$ basada en la información trianual del BIS (BIS, Triennial Survey, 2013) muestra el mercado de derivados que incluye la suma de los swaps de moneda, los swaps de tipo de cambio, opciones, *fowards* de moneda y otros derivados (excluye las transacciones del mercado spot)¹⁶⁶ Dado que la periodicidad de la información es de tres años, en los años intermedios se hizo una interpolación normal de los datos. Debido a que los resultados preliminares correspondientes a la encuesta del año 2015, no habían sido publicados cuando se realizó el análisis, se utilizó el valor semestral estimado del mercado global de derivados, calculado a través de la actividad de derivados en los 13 principales mercados. Esta variable capta el tamaño del mercado de derivados. Es un proxy de la capacidad de la empresa de calzar las operaciones de deuda a través de derivados, eliminando riesgos cambiarios o de tasas de interés. Si no existe un mercado de derivados fuerte, la empresa puede no emitir deuda internacional por miedo a no contar con un seguro que le permita enfrentar el riesgo de tipo de cambio. Por lo tanto, se espera que la relación sea positiva.

Una forma posible de financiar un proyecto de inversión es vendiendo parte de la propiedad de la empresa. La propensión a acceder a esta forma de financiamiento es captada por la velocidad del volumen de los negocios del mercado de valores $SMTurn_{jt}$. Su cálculo se hará dividiendo el valor total de las acciones tranzadas en el período sobre la capitalización promedio del mercado.¹⁶⁷ Se espera una relación negativa entre la capitalización del mercado de acciones y la probabilidad de emisión de deuda, considerando las características de sustitución de las dos formas de financiamiento (capital y deuda).

Una variable del modelo que busca captar la disponibilidad de recursos para inversiones potenciales sería el total de activos de un porfolio de inversión reportado $CPIS_{jt}$ obtenido de la encuesta sobre porfolios de inversión del Fondo Monetario Internacional (FMI).

para limitar la concentración de riesgo. La información metodológica fue proporcionada directamente por JPMorgan. Los datos fueron obtenidos desde la plataforma Bloomberg.

¹⁶⁶ Esta encuesta levanta información sobre el mercado de derivados de 34 países cada tres años. Para más detalle ver notas explicativas de “Statistical release. OTS derivatives statistics at end –December 2015”. BIS, May 2016. El BIS cuenta con otras estadísticas bimestrales del mercado de derivados a nivel agregado por país. La información es recogida por las autoridades de los Bancos Centrales u otras autoridades sobre los principales distribuidores de derivados de la jurisdicción de 13 países (Alemania, Australia, Bélgica, Canadá, Estados Unidos, Francia, Italia, Japón, Países Bajos, España, Suecia, Suiza y Reino Unido). Los resultados de la Encuesta Trianual captan cerca del 96% de la actividad global de los derivados OTC. La información de las sucursales es recogida y consolidada por la empresa matriz y entregada en valor US dólares a la autoridad del país donde está instalada.

¹⁶⁷ Los datos fueron obtenidos del World Federation of Exchanges sobre una base mensual – parte de los datos fueron presentados en el capítulo anterior - que se transforma en trimestral y anual tomando los promedios mensuales de los períodos.

La variable VIX_{jt} corresponde a un índice de volatilidad comprimida de opciones.¹⁶⁸ El precio de cada opción refleja la expectativa del mercado de volatilidad futura. Al igual que los índices convencionales, el cálculo del VIX emplea reglas para la selección de opciones de componentes y una fórmula para calcular los valores del índice.¹⁶⁹ Este índice mide la volatilidad esperada del índice S&P 500 a 30 días. El Chicago Board Options Exchange (CBOE) ha introducido nuevos índices de volatilidad, incluidos los índices de volatilidad en base a las acciones individuales, como por ejemplo el CBOE Emerging Markets ETF Volatility Index (VXEEMSM), que para los fines de este análisis utilizaremos, él está basado en las acciones del MSCI Emerging Markets Index Fund (EEM).

Por último, tres variables *dummy*, una referida al año, otra a sector de la industria y una tercera al país. La primera busca captar el efecto del año en que fue hecha la emisión y la segunda busca captar el efecto de cada industria, identificando los sectores en los que se llevan a cabo las emisiones de bonos; y otra el país de la empresa emisora.

$$\begin{aligned}
 P(\mathbf{Bond}_{it} = 1) &= F(\text{CorpGov}_{it} + \text{LevR}_{it-1} + \text{LevR}_{it-1}^2 + \text{ProfR}_{it-1} + \text{LiqR}_{it-1} + \text{SolR}_{it-1} \\
 &+ \text{Size}_{it-1} + \text{CapExpA}_{it-1} + \text{Age}_{it-1} + \text{NLRev}_{it-1} + \text{DebtSecGDP}_{jt-1} \\
 &+ \text{Treasury}_{t-1} + \text{CEMBI}_{t-1} + \text{Deriv}_{jt-1} + \text{SMTurn}_{jt-1} + \text{CPIS}_{jt-1} + \text{VIX}_{t-1} \\
 &+ \sum DY_t + \sum DS_z + \sum DC_j)
 \end{aligned}$$

*Donde i representa el emisor individual, z el sector donde opera la empresa, j el país de donde es originaria la empresa y t el período de tiempo.

IV.7.4 Resultados del modelo

A partir de un modelo base que incluyó 27 variables independientes, se especificaron dos modelos uno *probit* de panel y otro *pooled probit*. Se utilizaron dos métodos: *Akaike Information Criterion (AIC)* y *Bayesian Information Criterion (BIC)* para evaluar el ajuste del modelo considerando el número de parámetros estimados. Además, se sacó el Test de Wald que prueba si el conjunto de parámetros de interés es simultáneamente igual a cero.¹⁷⁰ Al pie de las

¹⁶⁸ Desde que el Chicago Board Options Exchange (CBOE) creó el Índice VIX en 1993, éste se ha convertido en el principal punto de referencia de la volatilidad del mercado de valores de EE.UU. para más detalle ver:

<https://www.cboe.com/micro/vix/vixwhite.pdf>

¹⁶⁹ Los índices de acciones, tales como el S & P 500, se calculan usando los precios de las acciones que lo componen. Cada índice emplea reglas que rigen la selección de los valores de los componentes y una fórmula para calcular los valores del índice. La metodología VIX también se utiliza para estimar la volatilidad esperada de ciertas materias primas, sectoriales y de divisas extranjeras.

¹⁷⁰ Este test es equivalente a la aplicación del Test F para modelos lineales.

regresiones se reporta el p-value del test Wald, junto con los criterios de información (AIC, BIC). Para los modelos agrupados (*pooled*) se incluyen las estadísticas de las bondades del ajuste: el pseudo r2 y el porcentaje de predicciones correctas (*porcentage correctly predicted*, PCP)¹⁷¹.

En primer lugar, se utilizó como variable de gobierno corporativo el indicador (sección IV.6.2) que evalúa la normativa de GC en términos generales, incluyendo transparencia y trato equitativo de los accionistas. El modelo base fue definido después de la revisión de la literatura. Dado que algunas variables macro (CPIS, SMTurn, Deriv) se mostraron correlacionadas entre sí, como se puede observar en el anexo 3. Solo fueron incluidas en el modelo base algunas de ellas buscando reducir con ello el problema de multicolinealidad. Las variables Treasury, VIX y CEMBI por solo variar en el tiempo y no entre las observaciones generaban colinealidad con las *dummies* de año que tienen comportamiento similar. Por ello, no fueron incluidas en el análisis. Así mismo la variable *NLEarn* fue excluida del modelo base debido al reducido número de observaciones. El cuadro IV.6 muestra los resultados del modelo base.

Cuadro IV.6 Estimación incluyendo todas las variables del modelo

VARIABLES	Probit RE	Media de los efectos margs.	Pooled Probit	Efecto marg.en medias
L.CorpGov	0.171*** (0.0527)	0.00348*** (0.00133)	0.182*** (0.0405)	0.00294** (0.00135)
L.LevR	4.912*** (1.066)	0.0998*** (0.0315)	5.178*** (0.961)	0.0836*** (0.0195)
L.LevR2	-4.661*** (1.369)	-0.0947*** (0.0352)	-5.121*** (1.286)	-0.0826*** (0.0123)
L.ProfR	0.430 (0.281)	0.00874 (0.00583)	0.345 (0.273)	0.00557 (0.00500)
L.LiqR	-0.0254 (0.0806)	-0.000517 (0.00164)	-0.0618 (0.118)	-0.000997 (0.00200)
L.SolR	-0.607* (0.354)	-0.0123 (0.00757)	-0.276 (0.250)	-0.00446 (0.00438)
L.Size	0.176*** (0.0282)	0.00357*** (0.000957)	0.135*** (0.0195)	0.00218** (0.000889)
L.Capexp	-0.716 (0.776)	-0.0145 (0.0160)	-0.568 (0.502)	-0.00916 (0.00905)
L.DebtSecGDP	-0.0138 (0.0247)	-0.000280 (0.000504)	-0.00452 (0.0169)	-7.29e-05 (0.000273)
L.SMTurn	-0.573 (0.365)	-0.0116 (0.00767)	-0.0913 (0.264)	-0.00147 (0.00432)
BasicMaterials	1.252*** (0.377)	0.0254*** (0.00943)	1.012*** (0.231)	0.0163** (0.00705)
Communications	1.082*** (0.409)	0.0220** (0.00963)	0.918*** (0.268)	0.0148** (0.00712)
ConsumerCyclical	0.358 (0.386)	0.00728 (0.00798)	0.376 (0.257)	0.00607 (0.00470)
ConsumerNonCyclical	0.481 (0.370)	0.00977 (0.00780)	0.465* (0.246)	0.00750 (0.00471)
Diversified	-0.0260 (0.531)	-0.000529 (0.0108)	0.0974 (0.324)	0.00157 (0.00519)

¹⁷¹ Para más detalles sobre el cálculo e intuición de las estadísticas descritas ver el capítulo 15 de Wooldridge (2010).

Energy	1.868*** (0.455)	0.0379*** (0.0122)	1.512*** (0.292)	0.0244** (0.0103)
Utilities	0.238 (0.390)	0.00483 (0.00798)	0.183 (0.261)	0.00295 (0.00431)
Industrial	0.583 (0.380)	0.0118 (0.00813)	0.518** (0.243)	0.00837* (0.00476)
D2007	-0.303 (0.238)	-0.00616 (0.00500)	-0.244 (0.165)	-0.00394 (0.00320)
D2008	-1.495*** (0.324)	-0.0304*** (0.00907)	-1.157*** (0.224)	-0.0187** (0.00834)
D2009	-0.471** (0.235)	-0.00957* (0.00523)	-0.439** (0.171)	-0.00709* (0.00419)
D2010	-0.197 (0.225)	-0.00401 (0.00467)	-0.224 (0.151)	-0.00361 (0.00286)
D2011	-0.452* (0.234)	-0.00918* (0.00516)	-0.416** (0.173)	-0.00671* (0.00379)
D2012	-0.236 (0.229)	-0.00480 (0.00479)	-0.272* (0.161)	-0.00439 (0.00308)
D2013	-0.137 (0.241)	-0.00278 (0.00496)	-0.272 (0.184)	-0.00440 (0.00345)
D2014	-0.365 (0.276)	-0.00742 (0.00593)	-0.502** (0.200)	-0.00811* (0.00461)
D2015	-1.086*** (0.321)	-0.0221*** (0.00816)	-0.984*** (0.229)	-0.0159** (0.00745)
Constant	-5.555*** (0.668)		-4.727*** (0.452)	
Observations	6,457	6,457	6,457	6,457
Number of id	1,098			
Wald P-value	0		0	
AIC	1575		1834	
BIC	1772		2023	
Pseudo R2			0.231	
PCP			95.73	

Error estándar en paréntesis: *** p<0.01, ** p<0.05, * p<0.1

Los resultados a continuación son robustos a distintas especificaciones del modelo base. Dichas especificaciones se observan en detalle en el anexo 4.

El indicador de gobierno corporativo general se mostró positivo para diferentes especificaciones. Esto puede indicar que una regulación que minimiza conflictos de interés y reduce las asimetrías de información está positivamente correlacionada con la probabilidad que las empresas emitan deuda.

En relación a la razón de apalancamiento y su respectivo término cuadrático, se hicieron dos modelos uno con ambas variables y el otro sin el término cuadrático. En el primer caso con el término cuadrático incluido (cuadro IV.6) el impacto fue significativo, el apalancamiento crece de manera decreciente con ambas variables significativas en los modelos estimados de *probit* de panel y en el *pooled probit*. En este caso la relación apunta a la existencia de un nivel óptimo de apalancamiento para que la probabilidad de emisión de deuda sea mayor. Para otras

especificaciones mostradas en el anexo 4 el resultado se mantiene.¹⁷² En el segundo caso (cuadro IV.7) la variable apalancamiento pierde la significancia, e impacta a otras variables de la empresa como liquidez y rentabilidad.

Cuadro IV. 7 Estimación excluyendo la variable de apalancamiento cuadrado (LLevR2)

VARIABLES	Probit RE	Media de los efectos margs.	Pooled Probit	Efecto marg. en medias
L.CorpGov	0.171*** (0.0536)	0.00273** (0.00112)	0.180*** (0.0415)	0.00725*** (0.00178)
L.LevR	0.00638 (0.0288)	0.000102 (0.000461)	0.00541 (0.00566)	0.000218 (0.000235)
L.ProfR	0.504* (0.271)	0.00804* (0.00455)	0.346 (0.217)	0.0140 (0.00877)
L.LiqR	-0.242** (0.107)	-0.00386* (0.00204)	-0.354*** (0.124)	-0.0143*** (0.00401)
L.SolR	-0.583 (0.363)	-0.00930 (0.00616)	-0.182 (0.232)	-0.00733 (0.00948)
L.Size	0.197*** (0.0298)	0.00315*** (0.000913)	0.143*** (0.0194)	0.00576*** (0.00110)
L.Capexp	-0.743 (0.786)	-0.0119 (0.0129)	-0.508 (0.483)	-0.0205 (0.0198)
L.DebtSecGDP	-0.00652 (0.0253)	-0.000104 (0.000404)	0.00698 (0.0164)	0.000282 (0.000666)
L.SMTurn	-0.395 (0.380)	-0.00630 (0.00616)	0.170 (0.267)	0.00686 (0.0110)
Constant	-5.019*** (0.682)		-3.824*** (0.381)	
Observations	6,457	6,457	6,457	6,457
Number of id	1,098			
Wald P-value	0		0	
AIC	1602		1913	
BIC	1792		2096	
Pseudo R2			0.195	
PCP			95.74	

Errores estandar en paréntesis

*** p<0.01, ** p<0.05, * p<0.1

Nota. Las variables dummies no se muestran en el cuadro 5 pero si en la regresión

Las otras razones específicas a la empresa (rentabilidad, liquidez, gastos de capital y solvencia) no presentaron un resultado robusto al cambio en ambos modelos. El indicador de solvencia se mostró significante para algunas especificaciones, pero solo para el modelo *probit* de panel. El indicador de rentabilidad se mostró positivo para algunas especificaciones, aunque no fue robusto al cambio de especificación. En el caso del indicador de liquidez se mostró negativo en ambos modelos e insignificante.

¹⁷² De acuerdo con Wooldridge (2010), el análisis de los efectos marginales se torna complejo cuando se incluye una variable cuadrática, dado que es difícil calcular la magnitud de tales efectos.

El tamaño de la empresa se mostró como un determinante importante de la probabilidad de emisión de deuda. El tamaño de las empresas fue significativo para las distintas especificaciones y positivamente correlacionado en ambos modelos. A mayor tamaño de la empresa la probabilidad de emisión es más alta.

El resultado para las variables SMTurn, CPIS, en general, no salió significativo. Solo la variable que mide el desarrollo del mercado de derivados por país, Deriv, se mostró positivamente correlacionada, aunque de magnitud limitada, con una mayor probabilidad de emisión de deuda internacional. Esto va de acuerdo con la intuición antes señalada. (Cuadro 2 anexo 4)

El porcentaje de utilidades que provienen del exterior (NLEarn) está positivamente correlacionado con la mayor probabilidad de emisión de deuda. Esto era esperado por tratarse de un calce natural entre los ingresos provenientes del exterior y la emisión de deuda internacional de una empresa. No obstante, incluir esta variable en los modelos reduce substancialmente el número de observaciones disponibles para el análisis. Cabe mencionar que con éste impedimento la variable gobierno corporativo pierde su significancia.

Fueron incluidos los efectos marginales para la interpretación de los coeficientes de ambos modelos en todas las regresiones. Para los modelos *probit* panel (*random effects*) se reportó la media de los efectos marginales, mientras que para los modelos *pooled probit* se reportaron los efectos marginales en las medias.¹⁷³ En el caso del modelo base, la interpretación de los efectos marginales en las medias para la variable CorpGov (columna 4, cuadro IV.6) sería la siguiente: una pequeña mejora en la normativa de GC en un determinado país (por ejemplo, de 0,01), para una empresa dada con valores en el promedio de todas las variables independientes, impacta en $0,01 \times 0,00294 = 0,000294$ la probabilidad de una emisión exitosa de deuda. Para el caso de las medias de los efectos marginales (columna 2, cuadro IV.6), se promedia el efecto marginal a través de la distribución de las variables independientes en la curva¹⁷⁴.

Para evitar el problema de colinealidad perfecta (*dummy variable trap*) se excluyó la *dummy* del sector financiero y la del año 2006. Por eso la interpretación de los efectos marginales en las medias están relacionadas a dichas *dummies* excluidas. En el modelo *pooled probit*, si consideramos dos empresas hipotéticas con valores dentro del promedio de las variables

¹⁷³ Para más detalles ver capítulo 15 de Wooldridge (2010)

¹⁷⁴ Si 2 o más elementos de X están relacionados en la función, como el término cuadrático de apalancamiento, Wooldridge (2010) argumenta que no está claro el significado de los efectos marginales.

independientes, la probabilidad de una emisión exitosa de deuda será mayor para una empresa de energía que para una empresa financiera.

Se estimaron otros modelos para confirmar la robustez del resultado con la *dummy* de país incluida. Estos modelos, a pesar de intentar reducir el sesgo de alguna manera, dejan al descubierto la necesidad de plantear supuestos complementarios. Por ejemplo, de acuerdo con Mizen et al. (2007)¹⁷⁵ la aplicación de un modelo *pooled probit* no toma en cuenta la heterogeneidad no observada. Esta heterogeneidad en particular puede ser ejemplificada, en términos generales, como diferencias específicas de las empresas en algún atributo no observado o no observable (como la capacidad de administración), que podría afectar a la emisión de bonos y por lo tanto podría causar un sesgo de la variable omitida (endogeneidad) en la regresión *probit* agrupado.

El modelo *probit* de efectos aleatorios (*random effects probit estimator*) presentado en el anexo 4 requiere que los efectos no observados específicos de la empresa no estén correlacionados con los regresores, que puede no ser una suposición plausible en este contexto. Sin embargo, este método de estimación es considerado, con el fin de tener en cuenta la naturaleza del panel del conjunto de datos y garantizar la solidez de los resultados. Otros modelos utilizados fueron los estimadores de efectos fijos y aleatorios (anexo 4). A pesar de generar residuos no normales, ya que solo toman dos valores, intentan resolver el problema de la correlación en el tiempo.

La variable de gobiernos corporativos intenta mitigar el efecto de las variables no observables relacionadas con prácticas no observables y propias de cada empresa, como por ejemplo la influencia de un gerente en la decisión de la emisión de deuda. Esto se da, en gran medida, por regulaciones que buscan reducir los potenciales conflictos de interés.

Para corregir el problema potencial de endogeneidad por simultaneidad se utiliza todas las variables explicativas en un período anterior. Esto reduce la probabilidad de que la variable esté correlacionada con el residuo. Implica además restringir el número de períodos de la base de once a diez años. Para estimaciones binarias en panel es recomendable la utilización de un mayor número posible de períodos, por ejemplo, los datos trimestrales, una posible mejora a este análisis iría por este camino.

¹⁷⁵ Ver, Mizen, P., Tsoukalas, J., & Tsoukas, S. (2007). What influences a firm's decision to issue corporate bonds?

Se considera la posibilidad que haya doble dirección entre la variable CorpGov y la *dummy* de emisión de bonos, aunque ya se mira en el cuadro IV.6 el impacto de CorpGov en un período anterior en la probabilidad de emisión de deuda. Para ello, se considera invertir ambas variables cuyos resultados se observan en el cuadro IV.8. En esta estimación se incluyen las *dummies* de año y de tiempo, aunque no son reportadas en el cuadro IV.8.

Cuadro IV. 8 Estimación invirtiendo la variable dependiente

VARIABLES	Fixed Effects	Random Effects	Pooled OLS
L.DummyIssue	0.00544 (0.0529)	0.186*** (0.0565)	0.418*** (0.0595)
L.LevR	0.0172 (0.0514)	0.00148 (0.0200)	0.00977 (0.0198)
L.LevR2	-9.90e-05 (0.000275)	-6.68e-05 (0.000147)	-0.000135 (0.000163)
L.ProfR	0.0560 (0.0725)	0.0524 (0.0376)	0.0140 (0.0381)
L.LiqR	0.00367 (0.00299)	-0.000123 (0.00319)	-0.000587 (0.00368)
L.SolR	-0.404*** (0.106)	-0.247*** (0.0914)	-0.302*** (0.0758)
L.Size	-0.0218 (0.0237)	-0.0661*** (0.00724)	-0.0315*** (0.00464)
L.Capexp	-0.159 (0.191)	-0.368** (0.183)	-0.225 (0.180)
L.DebtSecGDP	0.225*** (0.00787)	0.111*** (0.00616)	-0.0425*** (0.00506)
L.SMTurn	-2.075*** (0.227)	0.893*** (0.0935)	0.448*** (0.0616)
Constant	6.057*** (0.289)	6.166*** (0.155)	4.379*** (0.112)
Observations	6,457	6,457	6,457
R-squared	0.700		0.520
Number of id	1,098	1,098	

Error estándar en paréntesis: *** p<0.01, ** p<0.05, * p<0.1

Los modelos *pooled OLS* y *random effects* apuntan a que la *dummy* de emisión también influye en las normativas de gobiernos corporativos. Esto puede cuestionar los resultados presentados anteriormente, donde el CorpGov impacta positivamente la emisión de deuda de una empresa. Además, el test de Hausman arroja que el modelo con efectos fijos es mejor que el de efectos aleatorios para describir la relación.

Esto nos lleva a pensar que el indicador puede estar captando características (macro) propias de cada país de la muestra que evolucionaron en el mismo sentido de aquellas incluidas en las regulaciones y que evalúa el indicador pero que no fueron incluidas en el modelo. Por lo tanto,

los resultados respecto al impacto de cualquier cambio en el índice que evalúa la normativa de gobierno corporativo general, no deben ser interpretados como una relación de causalidad. Para mejorar la especificación y controlar por características fijas de país se deberían incluir variables que captan dicho efecto.

A continuación, se controlan los efectos fijos de país incluyendo una variable *dummy* para cada uno de los países considerados en el modelo (Brasil, Chile, Colombia, México y Perú). A partir de un modelo base que incluyó 31 variables independientes, se excluyó además una *dummy* de año (2006), una de sector (sector financiero) y una de país (Colombia) con el objeto de evitar el problema de colinealidad perfecta.

Cuadro IV. 9 Estimación con *dummies* de país

VARIABLES	Probit RE 3	Marg. Effects	Pooled Probit 3	Marg. Effects
L.CorpGov	-0.00939 (0.0685)	-0.000216 (0.00157)	0.00856 (0.0466)	0.000125 (0.000683)
L.LevR	4.409*** (1.094)	0.101*** (0.0322)	4.849*** (0.959)	0.0706*** (0.0137)
L.LevR2	-4.271*** (1.391)	-0.0981*** (0.0374)	-4.862*** (1.315)	-0.0708*** (0.00702)
L.ProfR	0.358 (0.291)	0.00822 (0.00672)	0.285 (0.259)	0.00415 (0.00412)
L.LiqR	-0.0290 (0.0870)	-0.000667 (0.00200)	-0.0722 (0.123)	-0.00105 (0.00186)
L.SolR	-0.593 (0.371)	-0.0136 (0.00879)	-0.212 (0.248)	-0.00309 (0.00380)
L.Size	0.284*** (0.0429)	0.00653*** (0.00148)	0.177*** (0.0381)	0.00258** (0.00113)
L.Capexp	-0.818 (0.792)	-0.0188 (0.0185)	-0.741 (0.504)	-0.0108 (0.00825)
L.DebtSecGDP	-0.0112 (0.0461)	-0.000257 (0.00106)	-0.0125 (0.0287)	-0.000183 (0.000431)
L.SMTurn	-3.244*** (1.216)	-0.0745** (0.0304)	-1.881*** (0.691)	-0.0274* (0.0152)
BasicMaterials	1.347*** (0.398)	0.0309*** (0.0108)	1.034*** (0.229)	0.0151** (0.00604)
Communications	0.986** (0.429)	0.0226** (0.0108)	0.870*** (0.261)	0.0127** (0.00593)
ConsumerCyclical	0.371 (0.407)	0.00853 (0.00947)	0.386 (0.257)	0.00562 (0.00421)
ConsumerNonCyclical	0.534 (0.392)	0.0123 (0.00929)	0.486** (0.245)	0.00709* (0.00420)
Diversified	-0.0800 (0.566)	-0.00184 (0.0130)	0.0726 (0.311)	0.00106 (0.00451)
Energy	2.251*** (0.480)	0.0517*** (0.0142)	1.670*** (0.291)	0.0243*** (0.00928)
Utilities	0.411 (0.411)	0.00943 (0.00958)	0.258 (0.263)	0.00376 (0.00395)

Industrial	0.620 (0.402)	0.0142 (0.00959)	0.544** (0.236)	0.00793* (0.00419)
D2007	-0.265 (0.248)	-0.00609 (0.00578)	-0.192 (0.173)	-0.00280 (0.00280)
D2008	-1.321*** (0.338)	-0.0304*** (0.00930)	-0.983*** (0.239)	-0.0143** (0.00630)
D2009	-0.148 (0.254)	-0.00340 (0.00587)	-0.139 (0.171)	-0.00202 (0.00268)
D2010	0.0660 (0.246)	0.00152 (0.00565)	0.0555 (0.152)	0.000809 (0.00223)
D2011	-0.195 (0.260)	-0.00449 (0.00603)	-0.122 (0.175)	-0.00177 (0.00257)
D2012	-0.00817 (0.259)	-0.000188 (0.00594)	0.0105 (0.166)	0.000153 (0.00243)
D2013	0.194 (0.294)	0.00445 (0.00678)	0.144 (0.193)	0.00210 (0.00297)
D2014	0.188 (0.363)	0.00432 (0.00837)	0.118 (0.225)	0.00171 (0.00338)
D2015	-0.536 (0.423)	-0.0123 (0.00994)	-0.331 (0.260)	-0.00483 (0.00407)
Brasil	3.513*** (0.858)	0.0807*** (0.0236)	1.901*** (0.721)	0.0277* (0.0156)
Chile	1.312** (0.636)	0.0302* (0.0155)	0.630 (0.513)	0.00918 (0.00856)
Mexico	3.025*** (0.609)	0.0695*** (0.0181)	1.557*** (0.529)	0.0227* (0.0120)
Peru	2.037*** (0.585)	0.0468*** (0.0154)	0.859 (0.551)	0.0125 (0.00969)
Constant	-7.587*** (1.004)		-5.237*** (0.815)	
Observations	6,457	6,457	6,457	6,457
Number of id	1,098			
Wald P-value	0		0	
AIC	1534		1795	
BIC	1758		2011	
Pseudo R2			0.251	
PCP			95.82	

Error estándar en paréntesis: *** p<0.01, ** p<0.05, * p<0.1

En este modelo la variable CorpGov que mide el nivel general de la normativa nacional pierde significancia, ya que la *dummy* país capta todos los efectos fijos del país.

El análisis se complementa con el cambio de la variable de referencia (CorpGov). En el cuadro IV.10 se intenta mirar el efecto del indicador de gobiernos corporativos para emisiones de deuda presentado en la sección IV.6.1.

Cuadro IV.10 Estimación incluyendo todas las variables del modelo

VARIABLES	Probit RE	Media de los efectos margs.	Pooled Probit	Efecto marg.en medias
L.CorpGovDebt	0.0544	0.00125	0.0327	0.000466

L.LevR	(0.0593) 4.431*** (1.096)	(0.00137) 0.102*** (0.0322)	(0.0434) 4.861*** (0.961)	(0.000643) 0.0694*** (0.0130)
L.LevR2	-4.302*** (1.396)	-0.0987*** (0.0375)	-4.876*** (1.319)	-0.0696*** (0.00646)
L.ProfR	0.357 (0.291)	0.00818 (0.00672)	0.284 (0.260)	0.00406 (0.00402)
L.LiqR	-0.0281 (0.0858)	-0.000644 (0.00197)	-0.0710 (0.122)	-0.00101 (0.00182)
L.SolR	-0.592 (0.371)	-0.0136 (0.00877)	-0.211 (0.248)	-0.00302 (0.00372)
L.Size	0.284*** (0.0429)	0.00652*** (0.00148)	0.177*** (0.0382)	0.00253** (0.00109)
L.Capexp	-0.821 (0.791)	-0.0188 (0.0184)	-0.745 (0.503)	-0.0106 (0.00806)
L.DebtSecGDP	-0.0140 (0.0434)	-0.000321 (0.000997)	-0.0116 (0.0248)	-0.000166 (0.000366)
L.SMTurn	-2.974** (1.242)	-0.0682** (0.0305)	-1.688** (0.663)	-0.0241* (0.0136)
BasicMaterials	1.342*** (0.398)	0.0308*** (0.0107)	1.037*** (0.229)	0.0147** (0.00584)
Communications	0.973** (0.429)	0.0223** (0.0107)	0.865*** (0.261)	0.0124** (0.00575)
ConsumerCyclical	0.366 (0.407)	0.00840 (0.00945)	0.385 (0.257)	0.00550 (0.00412)
ConsumerNonCyclical	0.529 (0.392)	0.0121 (0.00927)	0.486** (0.245)	0.00693* (0.00409)
Diversified	-0.0942 (0.567)	-0.00216 (0.0130)	0.0670 (0.312)	0.000956 (0.00442)
Energy	2.245*** (0.480)	0.0515*** (0.0141)	1.667*** (0.291)	0.0238*** (0.00894)
Utilities	0.405 (0.411)	0.00928 (0.00956)	0.257 (0.263)	0.00367 (0.00387)
Industrial	0.612 (0.402)	0.0140 (0.00957)	0.542** (0.236)	0.00774* (0.00407)
D2007	-0.340 (0.255)	-0.00780 (0.00600)	-0.225 (0.186)	-0.00321 (0.00297)
D2008	-1.426*** (0.349)	-0.0327*** (0.00972)	-1.031*** (0.246)	-0.0147** (0.00635)
D2009	-0.260 (0.270)	-0.00596 (0.00628)	-0.189 (0.184)	-0.00270 (0.00288)
D2010	-0.0725 (0.280)	-0.00166 (0.00644)	-0.0176 (0.169)	-0.000251 (0.00241)
D2011	-0.332 (0.294)	-0.00763 (0.00685)	-0.194 (0.200)	-0.00277 (0.00294)
D2012	-0.148 (0.294)	-0.00339 (0.00677)	-0.0627 (0.186)	-0.000895 (0.00264)
D2013	0.0471 (0.328)	0.00108 (0.00752)	0.0686 (0.210)	0.000980 (0.00305)
D2014	-0.00957 (0.411)	-0.000220 (0.00942)	0.0166 (0.241)	0.000238 (0.00345)
D2015	-0.744 (0.470)	-0.0171 (0.0112)	-0.435 (0.292)	-0.00621 (0.00461)
Brasil	3.444*** (0.857)	0.0790*** (0.0235)	1.856*** (0.712)	0.0265* (0.0149)
Chile	1.380** (0.612)	0.0317** (0.0150)	0.645 (0.506)	0.00921 (0.00828)
Mexico	2.906*** (0.618)	0.0667*** (0.0180)	1.497*** (0.524)	0.0214* (0.0114)
Peru	2.114*** (0.589)	0.0485*** (0.0156)	0.901 (0.554)	0.0129 (0.00961)
Constant	-7.824***		-5.343***	

	(1.008)		(0.844)	
Observations	6,457	6,457	6,457	6,457
Number of id	1,098			
Wald P-value	0		0	
AIC	1534		1794	
BIC	1757		2011	
Pseudo R2			0.251	
PCP			95.82	

Error estándar en paréntesis: *** p<0.01, ** p<0.05, * p<0.1

Los resultados se mostraron robustos a distintas especificaciones del modelo base. Dichas especificaciones se observan en detalle en el anexo 5.

El indicador de gobierno corporativo específico para deuda, se mostró positivo pero insignificante para las diferentes especificaciones. Esto puede indicar que la incorporación de las *dummies* de país capta el impacto de la regulación de gobierno corporativo de los países. La variable CorpGovDebt se muestra positivamente correlacionada con la probabilidad que las empresas emitan deuda, pero no estadísticamente diferente de cero. Por otra parte, el indicador de gobierno corporativo general mostrado en el cuadro IV.5 puede estar captando características propias de cada país seleccionado que evolucionaron en el mismo sentido de aquellas incluidas en las regulaciones que evalúa el indicador pero que no fueron incluidas en el modelo.

Respecto a la razón de apalancamiento y su respectivo término cuadrático en el modelo (base) (cuadro IV.10) tuvo un impacto significativo, de forma que el apalancamiento crece de manera decreciente con ambas variables significativas en ambos modelos estimados (*probit* y *pooled probit*). En el caso de esta variable los resultados se repiten en ambos modelos. Para otras especificaciones mostradas en el anexo 5 el resultado se mantiene.

Otras razones específicas a la empresa (rentabilidad, gastos de capital y solvencia) no presentaron un resultado robusto al cambio en ambos modelos. El tamaño de la empresa (Size) se mostró como un determinante importante de la probabilidad de emisión de deuda; fue significativa para las distintas especificaciones y positivamente correlacionado en ambos modelos y en las otras especificaciones del anexo 5. A mayor tamaño de la empresa la probabilidad de emisión es más alta.

De las variables macro o de mercado, en general, solo la variable que mide la velocidad del volumen de los negocios del mercado de valores $SMTurn_{jt}$, se mostró negativamente

correlacionada en ambos modelos y significantes en algunas especificaciones, aunque de magnitud limitada, con una mayor probabilidad de emisión de deuda internacional. Esto va de acuerdo con la intuición ya señalada.

Otra especificación que intenta medir el impacto de gobiernos corporativos por aspectos específicos de las empresas de la muestra: porcentaje de consejeros independientes y la duración de los consejos se incluye en el anexo 6. Se observa una reducción considerable de las observaciones producto de la información insuficiente provista por las empresas a Bloomberg. No obstante, los resultados por empresa no cambian significativamente respecto a los resultados obtenidos de evaluar la normativa de gobiernos corporativos a través del indicador para emisión de deuda (sección IV.6.1).

IV.9 Consideraciones finales

Hasta 2015, el mercado de deuda corporativa se expandió de manera considerable. Dicho crecimiento fue atribuido en parte a las condiciones coyunturales de la economía mundial (bajas tasas de interés), lo que presentó algunos efectos positivos sobre el mercado en términos de crecimiento. Sin embargo, la subida de la tasa de interés en Estados Unidos y el fortalecimiento del dólar a partir de 2015, junto con algunos anuncios de cesación de pago de algunas empresas globales, parecieran indicar un retroceso de los mercados de deuda a nivel mundial. La situación requiere de un análisis respecto al desempeño financiero de las empresas que las llevó a aumentar sus niveles de endeudamiento.

En este capítulo se realizó un análisis sobre la relación entre las emisiones internacionales de bonos y los gobiernos corporativos para los cuatro países socios del MILA más Brasil durante el período 2005-2015. Se evaluaron los marcos regulatorios en materia de gobiernos corporativos, utilizando el indicador de gobiernos corporativos para emisión de deuda internacional CEPAL-CAF-BID (2012).

A lo largo de la investigación, se construyó una base de datos que incluyó empresas emisoras de deuda internacional de los cinco países considerados en el análisis para un período de once años. Las limitaciones en el acceso a información financiera de las empresas para la construcción de la muestra exhaustiva es un elemento a considerar en el análisis de los resultados del modelo.

La selección de las variables de empresa y macro para la construcción del modelo *probit* de panel, que explican la probabilidad de una emisión exitosa de deuda internacional, está sustentada en la revisión de la literatura. Sin duda, el modelo no es el óptimo, éste siempre puede ser mejorado a partir de la definición de otras especificaciones, por ejemplo, buscando otras variables macro que amplíen su explicación del impacto. No obstante, hay evidencias que indican la importancia de contar con gobiernos corporativos eficientes en una emisión exitosa de deuda internacional, cuando no se incluye una *dummy* de país.

En cuanto al impacto del indicador de gobiernos corporativos también se podría acceder a los componentes desglosados del indicador, evaluarlos por separado, ver en detalle y asegurar sus resultados no solo en la evaluación de la normativa, sino también en el desempeño de la empresa. Ello contribuiría a determinar de mejor forma la factibilidad de la aplicación más amplia del modelo de referencia o *benchmark* utilizado.

Tomando como referente el marco de gobiernos corporativos en el análisis del desarrollo de los mercados de renta fija de los países del MILA más Brasil, éste proporciona elementos para revisar la conducta e interacciones de un mayor número de actores clave del mercado de renta fija, tales como emisores, colocadores, inversores institucionales, agencias de calificación, autoridades regulatorias, todos ellos de enorme relevancia para el mercado de capitales en general. Esto es, conocer la dinámica y magnitud del mercado de deuda, permite evidenciar su dimensión e identificar los factores sensibles del gobierno corporativo que pueden contribuir a desarrollar mercados de capitales más sólidos en la zona del MILA.

V. Conclusiones Generales

A lo largo de esta investigación se ha buscado demostrar la importancia que los gobiernos corporativos tienen para un desarrollo sano de las empresas y de los mercados de capitales, en las actuales condiciones de desarrollo de los países de la región Latinoamericana. Su enfoque, sin embargo, es diferente del que hoy utilizan muchos analistas y actores públicos para defender tan loable objetivo. El tema de gobiernos corporativos se ha instalado en los ámbitos de la administración y del derecho, debido a que trata temas de organización y gestión de la empresa y porque refleja el estado de las relaciones entre principal – agente, principal – principal y principal / agente – acreedores e inversionistas, relaciones regidas por contratos, los cuales intentan cubrir la mayor cantidad de aspectos de dichas relaciones. Sin embargo, su ámbito de acción va más allá. Es un tema de microeconomía con impactos económico - financieros y es lo que se pretende demostrar a lo largo de la presente investigación.

Por otra parte, esta tesis no intenta involucrarse en convicciones valóricas, ni políticas. Lo que se afirma es que, en las actuales condiciones de la economía mundial y regional, un gobierno corporativo eficiente que, además de resolver posibles conflictos de interés y de agencia, contribuye a disminuir los riesgos de la economía, transparentando las decisiones de las empresas lo que, a la larga, les permita un mejor desarrollo, con mayores utilidades, mejor acceso a los mercados financieros y, en general, un mejor clima empresarial.

Para precisar mejor la hipótesis aquí planteada, se ha escogido un ámbito de la acción empresarial cuya importancia para su expansión en busca de sus objetivos es indudable: el acceso al financiamiento. Para toda empresa, cualquiera que sea su tamaño, es indispensable contar con recursos de inversión suficientes; en el mundo de hoy, esos recursos no están a disposición de las empresas, sin que alguna fuente financiera se los proporcione. Lo primero que interesa indagar es que tiene que hacer una empresa para tener acceso a los mercados de capitales, que le permitan cumplir sus objetivos de estrategia empresarial.

De manera más concreta, la intención ha sido identificar los determinantes de la decisión de una empresa de emitir o no deuda internacional para financiar sus proyectos de inversión en un determinado período. La principal hipótesis de esta tesis es que uno de esos determinantes es la calidad del gobierno corporativo medida a través de la normativa específica. Ello no niega, desde luego, que haya otros factores; pero el modelo con que se trabajó busca demostrar,

usando variables endógenas (micro) y exógenas (macro), ligadas tanto a la normativa como a las prácticas de la empresa, que existe una correlación entre el gobierno corporativo y la emisión internacional de bonos, en mejores términos y con un menor apalancamiento.

Establecida y descrita la actual noción de gobierno corporativo avanzamos hacia una verificación efectiva de su importancia económica, seleccionando para ello el sector que ha tenido la mayor relevancia en la expansión económica de las últimas décadas, específicamente el del mercado financiero. La formación de capital de las grandes empresas y su extensión se ha fundado crecientemente, en este siglo y el fin del anterior, en su capacidad de obtener financiamiento – interno y externo- para ello. El instrumento de la emisión de bonos ha caracterizado el ciclo actual, siendo cada vez más las empresas y el monto de sus capitales que se financian a través de estas emisiones.

El análisis del gobierno corporativo en América Latina nos permite verificar que las empresas de la región están aún distantes de obtener las mejores condiciones en el acceso a los mercados a través de sus emisiones de bonos internacionales, entre otras razones porque sus insuficiencias en materia de estructura y funciones de sus gobiernos corporativos y su aun débil adhesión a los principios aceptados en información y transparencia les generan, incluso en período de bonanza económica, una limitada credibilidad. De este modo, sus calificaciones de riesgo las obligan a esfuerzos financieros mayores y a un mayor apalancamiento.

Para demostrar la hipótesis planteada aquí se hace particular énfasis en el desarrollo de Mercado Integrado Latinoamericano (MILA), precisamente porque sus países socios son las economías más grandes, que tienen mayor grado de apertura, cuentan con normativas más modernas en materia de administración corporativa y han tenido en el pasado reciente importantes emisiones de bonos internacionales. A ellas agregamos a Brasil, la mayor economía de la región que durante el período que analizamos fue el principal emisor de deuda de la región. Sin embargo, a pesar de sus progresos en materia de gobiernos corporativos, que los sitúan en un nivel comparativamente mejor al resto de la región, estas economías aun adolecen de fallas importantes en materia de transparencia y revelación de información, estructura de gobiernos corporativos (muy pocos directores independientes, empresa con estructura familiar y capital concentrado) y mecanismos independientes y poco transparentes del control interno y la evaluación de riesgos.

Naturalmente, la adquisición de bonos por parte de las instituciones financieras depende de muchos factores: la evaluación del o los proyectos que la empresa espera llevar a cabo, la condición de la economía y la estabilidad política y social del país en el cual se ejecuta el proyecto, la disponibilidad de servicios e infraestructura, son algunos ejemplos. El factor que nos interesa aquí es el de la administración interna de la empresa: como se dirige, que información se genera y se transmite acerca de sus procedimientos, que acceso se tiene acerca de sus reales condiciones financieras, como se relaciona con la comunidad en que actúa; etc. De ello depende si el crédito se otorga y con qué condiciones o intereses; o cuando se trata de la emisión de bonos, a que tasas de interés será comprado, que compromisos de transparencia se adquieren con los compradores y que nivel de apalancamiento debe tener la empresa para que se traduzca en una emisión exitosa de bonos.

La hipótesis general, como la hemos definido, pretende demostrar que el gobierno corporativo es una de las variables que inciden en las condiciones de acceso de las empresas latinoamericanas a los mercados financieros internacionales. O dicho de manera más simple, la calidad de su gobierno corporativo incide en la frecuencia, cuantía y modalidades en que las empresas de algunos países realizan emisiones de bonos exitosas. Desde una doble causalidad, la calidad del gobierno corporativo puede ser un factor de peso en las decisiones de los inversionistas.

Para ello comenzamos por revisar las distintas concepciones de gobierno corporativo, desde sus primeras formulaciones hace casi un siglo hasta las más recientes. La lectura no es puramente teórica; a lo largo de la investigación se demuestra que existe una relación indiscutible entre el desarrollo de esas nociones y el curso de la economía mundial y las nuevas exigencias que ella plantea a la empresa. La teoría predominante, la Teoría de Agencia, transita, a medida que es necesario, de una identificación de roles distintos entre los dos actores predominantes al interior de la empresa, el principal y el agente, para incluir de manera creciente y cada vez más compleja, otros actores públicos y privados y nuevos roles, que responden a nuevas exigencias: transparencia, revelación de información, modelos de gobierno, apalancamiento, etc. La internacionalización y crecimiento de la economía global juega también un papel, al crecer el tamaño y ámbito de las empresas y dejar casi totalmente obsoletas las formas familiares o individuales de dirección de las empresas.

La evolución del concepto de gobierno corporativo, desde su inicio, ha estado circunscrita al ámbito de las grandes empresas públicas (cotizantes o registradas en valores) en especial, a la difusión del capital entre varios accionistas con pequeñas cuotas de poder que no permitía tener el control absoluto de las decisiones de la compañía. El tratamiento tanto teórico como empírico del tema de gobierno corporativo se refiere a los conflictos de agencia o conflictos de interés en la relación entre los muchos propietarios del capital (el “principal”) y los administradores (el “agente”) y entre los accionistas mayoritarios y los minoritarios (principal – principal). Sin embargo, a través de la revisión de la literatura, se constata que este es uno de los factores determinantes de la necesidad de regular el funcionamiento de las empresas y su gobierno. Existen otros temas vinculados a los temas de agencia, como la relación entre acreedores y accionistas que, en períodos de crisis, puede generar problemas con impactos que pueden ir más allá de la empresa.

En el centro de la definición de gobierno corporativo se encuentra la separación entre la propiedad y el control, principal causa de los conflictos de agencia. La esencia de dichos conflictos está en la alineación de los intereses de los agentes y el desempeño de los actores tanto internos como externos en el funcionamiento de la empresa. A nivel interno, la relación principal - agente, que involucra las decisiones del consejo respecto al funcionamiento de la empresa en materia de inversión, riesgo, políticas de financiamiento (capital / deuda) pago de dividendos, pago a ejecutivos (remuneraciones); además del monitoreo de las acciones administrativas. El nivel externo se asocia directamente a las decisiones de los administradores, como agentes de los accionistas y son quienes al final deciden la política de inversión (en que activos invertir) y la forma de financiamiento a adoptar.

Desde las distintas estrategias de control la literatura muestra que el control se mide por la capacidad de elegir a la totalidad o a la mayoría de los miembros del consejo de administración a través de reglas aceptadas (Berle y Means, 1932). Las empresas controladas por los propietarios, generalmente un accionista o accionistas importantes definen la estrategia de la alta dirección y delimita las atribuciones de los altos ejecutivos. En estructura de propiedad dispersa, la probabilidad de que la empresa sea controlada por gerentes o ejecutivos es mayor, lo que genera una ausencia de control. La figura de propietario / gerente se presenta en especial cuando la concentración de la propiedad es muy alta.¹⁷⁶ El riesgo de la presencia de un accionista externo puede inhibir el accionar de la gerencia en el interés propio de la

¹⁷⁶ Bhagat y Bolton (2008) demostraron que la separación entre el CEO y el presidente del directorio muestra una correlación positiva significativa con un mejor y subsecuente desempeño operacional de la firma.

estrategia empresarial. El control de la empresa por gerentes y por propietarios en conjunto, es algo que sólo ocurre cuando ambos tienen una inversión financiera relevante en la empresa. La idea detrás de la estructura de propiedad cualquiera esta sea es la maximización del valor para el resto de los accionistas.

La estrategia empresarial (expresada en el gobierno corporativo) y el mismo desempeño empresarial son una fuente importante de información para el buen desempeño de los mercados, así como para el diseño de las políticas públicas y la construcción de una institucionalidad acorde con las necesidades del desarrollo económico y social de los países.

El primer nivel de análisis que recoge cualquier modelo de gobierno corporativo, es la protección a los accionistas e inversionistas, a través de la estructura de propiedad, la estructura y funcionamiento del consejo de administración (número de consejeros internos, externos e independientes) y el funcionamiento de los comités corporativos. Este nivel busca incrementar el valor de la compañía, alineando las acciones de los accionistas (mayoritarios y minoritarios), inversionistas, consejeros, gerentes y otros grupos interesados; administrando adecuadamente los riesgos e implementando los mecanismos de control interno y externo de la empresa.

El presente análisis demuestra que parte de las deficiencias de los mercados de capitales de América Latina se asocia con los diferentes niveles de protección de los accionistas / inversionistas establecidos en las legislaciones nacionales y en su implementación en los distintos países. Dichas deficiencias han estado asociadas a bajos niveles de transparencia, revelación y al trato no equitativo de los accionistas.

En un segundo nivel de análisis, el modelaje de los gobiernos corporativos se asocia al desarrollo de los mercados de capitales. La mayoría de los modelos se ajustan a las leyes nacionales sobre mercados financieros (leyes de valores y corporativas), en las cuales se definen qué actores asumen en esos mercados un rol preponderante. Esto es si es liderado por los bancos, los cuales además de participar en el consejo, otorgan el financiamiento de los proyectos de inversión; o si se delega la responsabilidad de la administración y ejecución de la estrategia y decisiones de la empresa a los administradores; o bien un rol preponderante de las bolsas de valores.

Un tercer nivel del análisis, se refiere a las modificaciones a los marcos normativos que han buscado contrarrestar los efectos de las estructuras de propiedad concentrada y familiar, de

manera de contribuir a separar la propiedad del control, transparentar el control de la propiedad de las acciones, profesionalizar los consejos y revelar información; todo ello con impacto directo sobre los costos de agencia. El fortalecimiento del marco normativo generalmente se hace acompañar del fortalecimiento de la institucionalidad, lo cual facilita la aplicación (*enforcement*) de cada normativa o regulación.

Para complementar el análisis de los marcos normativos, se considera la existencia en todos los países (salvo Chile) de Códigos de Buenas Prácticas de Gobiernos Corporativos insertos en la estructura de las bolsas de valores. Generalmente se trata de instrumentos, en su mayoría voluntarios, que acompañan la información financiera de las empresas junto con el funcionamiento de los gobiernos corporativos.

La transformación de los mercados de capitales de América Latina ha requerido de la adaptación de las estructuras de gobiernos corporativos que apuntalen las estrategias empresariales y los procesos de internacionalización de las empresas, al tiempo que estas se correspondan con esquemas normativos determinados. Dichas transformaciones traen implícito un cambio en la cultura empresarial, que en el caso de financiamiento de los distintos procesos de integración financiera se hace cada vez más necesaria para su éxito.

El gobierno corporativo, al proteger los intereses de los inversionistas de la empresa, hará que estos estén dispuestos a pagar más por las colocaciones (acciones y/o bonos corporativos), incentivando así el uso de formas distintas de financiamiento, cuyos efectos directos no solo se sienten en los resultados de las empresas sino también en el desarrollo y profundización de los mercados financieros.

Si bien hasta hoy el gobierno corporativo ha sido una condición necesaria pero no suficiente para el éxito de una colocación exitosa de bonos en los mercados, el crecimiento explosivo experimentado por los mercados de deuda emergentes, la aparición de distintos tipos de instrumentos bursátiles y su uso creciente por parte de las empresas, para el financiamiento de proyectos de inversión, hace necesaria una mayor atención y seguimiento de la calidad de los gobiernos corporativos que acompaña los procesos de financiamiento de las empresas.

En este análisis se propone que los mayores esfuerzos deberían dirigirse a objetivar los valores subjetivos de los gobiernos corporativos, usando como indicador el desempeño de las empresas en aspectos como: auditoría, riesgo, inversiones financieras y financiamiento corporativo que influyen la toma de decisiones. Es preciso, sin embargo, considerar los límites

de la información que rodea el desempeño de los gobiernos corporativos. La dificultad de monitorear en detalle la implementación de las decisiones de los directorios; y en muchos casos la falta de capacidad técnica dentro de los órganos decisorios de las empresas para evaluar financieramente las decisiones.

Una de las premisas de la cual parte el análisis es que, si bien la información sobre el costo de capital del financiamiento de empresas particularmente de la zona MILA depende en gran medida de factores macroeconómicos, como el tipo de cambio y las tasas de interés, también depende de la estructura financiera, del tipo de emisión, de la percepción del riesgo de la empresa, el cual responde al proceso de toma de decisiones; y de la relación que se establece entre los actores relacionados que interactúan en las estructuras de gobierno de las empresas.

La dinámica de los mercados de capitales responde en gran medida a expectativas, pero también a certezas respecto al desempeño de sus actores las empresas, esto contribuye a la confianza, que mueve recursos importantes de mediano y largo plazo, no solo para las empresas, sino también para el conjunto de los mercados de la región. El financiamiento a proyectos de sectores económicos clave, como infraestructura, transporte, telecomunicaciones, energía etc. puede verse beneficiado de un mayor acceso a recursos a través de los mercados de renta fija.

El análisis más puntual de la estructura y funcionamiento de los esquemas de gobierno corporativo vigentes, así como su capacidad de respuesta a los desafíos que plantean los distintos esquemas de financiamiento de las empresas, se torna más necesario. Ello, además de facilitar la identificación de fortalezas y áreas de mejora para evitar posibles problemas de agencia contribuye a la transparencia, la que se refleja en un buen funcionamiento de los mercados de capitales de América Latina.

El dinamismo de los mercados de deuda corporativa de los últimos años 2010-2015 es atribuido, en parte, a las condiciones coyunturales de la economía mundial (bajas tasas de interés), lo que presentó algunos efectos positivos sobre el mercado en términos de expansión. Sin embargo, esta situación hace necesario un análisis más minucioso del desempeño financiero de las empresas que las llevó a aumentar sus niveles de endeudamiento.

La selección de las empresas del MILA y Brasil, responde precisamente al perfil de las empresas con el mayor dinamismo en la búsqueda de cantidades importantes de financiamiento externo a través de la emisión de bonos. El supuesto en este caso es que esas

empresas pertenecen a los países que, por su tamaño y/o por sus políticas económicas son las más proclives a acceder a los mercados internacionales de bonos. Por ende, deberían ser las más preparadas para exhibir los requisitos de transparencia, revelación de información, gobiernos cooperativos mejor estructurados que se evalúan en los mercados financieros internacionales.

La elección de los países incluidos no fue, pues, aleatoria. Respondió a un criterio analítico, cual es el supuesto de que las empresas de esta zona son las más activas en el mercado de bonos internacionales; y a uno práctico, la posibilidad de encontrar una mayor cantidad de información disponible en estos países. Ambos criterios se comprobaron acertados durante el curso de la investigación. Aunque un mayor acceso a información habría sido deseable, no cabe duda de que entre estos países están aquellos en que, con limitaciones, existe un mayor acceso a la información sobre la actividad de las empresas.

El último capítulo complementa la investigación con un análisis empírico sobre la relación entre la emisión de bonos internacionales y la normativa de gobiernos corporativos para los cuatro países socios del MILA más Brasil durante el período 2005-2015. Se incluyó en dicho análisis una evaluación de los marcos regulatorios en materia de gobiernos corporativos.

De este ejercicio se pudo comprobar varios puntos. El primero de ellos fue la falta de disponibilidad de información financiera de un número importante de empresas. El segundo, que las normativas de gobiernos corporativos de los países seleccionados han tendido a confluír lo que puede facilitar una mayor ponderación al tema en las decisiones de inversión. Un desglose mayor de los componentes del indicador daría resultados más certeros en cuanto a qué aspectos de la estructura de gobierno corporativo muestran las mayores deficiencias. Lo cual sería complementado con la aplicación del indicador directamente a las empresas.

Aunque no se trata de un análisis concluyente, el modelo *probit* elegido si arroja algunas evidencias de la importancia de la normativa de gobierno corporativo en una emisión exitosa de deuda internacional, que corroboran la hipótesis central de la presente investigación. Tomando como referente el marco de gobiernos corporativos en el análisis del desarrollo de los mercados de renta fija de los países del MILA más Brasil, este proporciona elementos para revisar la conducta e interacciones de un mayor número de actores clave de este mercado, tales como emisores, colocadores, inversionistas institucionales, agencias de calificación de crédito, autoridades regulatorias, todos ellos de enorme relevancia para el mercado de capitales en general. Esto es, conocer la dinámica y magnitud del mercado de deuda, permite

evidenciar su dimensión e identificar los factores sensibles del gobierno corporativo que pueden contribuir a desarrollar mercados de capitales más sólidos en la zona del MILA.

De cada capítulo de este trabajo se han extraído conclusiones que aportan a la validación de la hipótesis central y al desarrollo contemporáneo del concepto de gobierno corporativo y su importancia para la empresa moderna y sus posibilidades de expansión. Parte de la comprobación de esa hipótesis se logra en el examen de la teoría del gobierno corporativo, su vínculo con los eventos económicos que obligan a su extensión y perfeccionamiento y su relación con los mercados financieros, expuestos en los tres primeros capítulos. La verificación empírica, por medio de un modelo probabilístico, ha intentado demostrar que el fortalecimiento del gobierno corporativo no solo es un rasgo ya permanente de la empresa moderna, al menos de aquella que intenta adquirir dimensión internacional; al tiempo que aporta sustantivamente a su financiamiento en los mercados financieros internacionales.

Los siguientes son algunos de los principales hallazgos de esta investigación.

Primero, la evolución y ampliación del concepto de gobierno corporativo se ha ido desarrollando *pari passu* con el crecimiento y desarrollo de la economía global, impulsado muchas veces por corrientes que provienen desde el exterior de América Latina y que los países de la región han debido adoptar, en la medida en que quieren estrechar sus vínculos con la economía global.

Segundo, los procesos económicos que han tenido lugar en las últimas décadas en las economías latinoamericanas, han ido de la mano con importantes cambios en la normativa y las prácticas de las empresas de la región, afectando los tres niveles de análisis descritos. La evolución de los gobiernos corporativos se ha insertado, a su vez, en la evolución de los mercados de capitales. En las últimas dos décadas América Latina ha mostrado cambios drásticos en la composición de los flujos de capitales. Desde un mercado de capitales dominado por un sector corporativo financiado principalmente por créditos provenientes de la banca comercial (nacional y multinacional), hasta el uso creciente de instrumentos bursátiles variados para acceder a recursos que financien no solo los proyectos de inversión sino también la deuda corporativa.

Tercero, un sector muy dinámico de la economía internacional es el mercado financiero. En el caso de América Latina, el flujo de capitales ya era muy intenso antes de los años de bonanza

de la región, se aceleró aún más durante esa década y luego de la crisis, la colocación de bonos emitidos por las grandes empresas de la región ha seguido creciendo. Todo indica que la tendencia a financiar a través de instrumentos bursátiles por parte de esas empresas seguirá siendo la tónica dominante del mercado financiero.

Cuarto, el llamado “Consenso de Washington”, considerado la síntesis de las exigencias que los principales órganos financieros internacionales, Fondo Monetario, Banco Mundial e incluso la Reserva Federal de Estados Unidos, incluye los temas de administración financiera entre esas exigencias. En ese marco, las imágenes de la calidad del manejo económico en muchos países de América Latina, tanto a nivel de la economía nacional como de la administración de las empresas, han pasado a formar parte de la evaluación de riesgo que se hace desde los centros financieros respecto de las emisiones internacionales de bonos de empresas de la región.

Quinto, la transparencia de la información, la disposición a revelar la información relevante, la forma en que se eligen los directorios y presidentes, la separación entre agente y propietario, etc. se convierten en elementos a considerar para determinar los intereses de cualquier crédito, así como el grado de apalancamiento que se exige a los emisores. De este modo, la calidad del gobierno corporativo pasa a ser una variable en la evaluación de riesgos que los bancos y otras fuentes de financiamiento hacen de las emisiones. Una empresa familiar, en la cual no existen no existe independencia entre el presidente del consejo y la gerencia, o la inexistencia de comités corporativos con cierta independencia y cierta especialización, o la falta de mecanismos de control interno, o que no pone a disposición suficiente información, probablemente requiera un apalancamiento mucho más alto que otra que siga esquemas de gobernanza basado en una propiedad más dispersa, con normas más modernas en materia de administración. Aunque no sea siempre posible cuantificar en su totalidad esa incidencia, no cabe duda de que la calidad de gobierno corporativo ocupa ya un lugar importante como “variable de reputación” en el financiamiento internacional.

Sexto, los actores financieros institucionales (grandes bancos nacionales y multinacionales, conglomerados financieros, *trust funds*, fondos de pensiones, etc.) son inversionistas principales en los mercados financieros a los que van dirigidas gran parte de las colocaciones de las emisiones. Si bien estos inversionistas institucionales no intentan, por lo general, proteger su inversión ocupando posiciones de relevancia en los consejos de administración o directorios y mucho menos en la administración de las empresas, no cabe duda de que intentan

controlar adecuadamente sus riesgos, atendiendo muy especialmente a las regulaciones y “buenas” prácticas del gobierno corporativo.

Séptimo, por último, el análisis empírico realizado con los datos existentes de las empresas de los países muestra que existe una relación clara entre la inserción en el mercado financiero (vía la emisión de bonos) y el comportamiento del gobierno corporativo. El modelo desarrollado en el capítulo IV de esta tesis muestra correlaciones positivas entre ambas variables (dependiente e independiente y su causalidad reversa). Por cierto, ninguna conclusión al respecto es totalmente definitiva, por varias razones: la naturaleza del modelo cuyos resultados se expresan en probabilidades, la ausencia de datos suficientes en muchos casos obtenidos de fuentes privadas; y el hecho de que existen también otras variables que pueden determinar la atención favorable del mercado financiero ante las emisiones de bonos por parte de algunas empresas. Por ello, no concluyo que la variable de gobierno corporativo sea la única ni la principal determinante en todos los casos de colocación exitosa de bonos. Pero si considero que el análisis realizado reafirma lógicamente y empíricamente que es un determinante clave a considerar en la evaluación de riesgos, de manera creciente en el mercado de capitales.

Anexo 1. Análisis comparativo entre estándares universales de gobierno corporativo y las propuestas contenidas en Sarbanes – Oxley, Dodd-Frank y Basilea III

Estandar de Gobierno Corporativo	Sarbanes – Oxley (SARBOX)	Dodd – Frank	Basilea III
<p>1.El consejo de administración (CA) establece mecanismos que aseguran la recepción de información oportuna y segura sobre inversiones en activos (financieros y no-financieros)</p>			<p>III.C.8.94: Información debe comunicarse a CA y a la alta dirección, a tiempo, completa, comprensible y exacta, para tomar decisiones informadas.</p> <p>III.C.9.101: Bancos deben mantener funciones de control, incluyendo el cumplimiento efectivo de disposiciones... asegurar el envío del reporte a un nivel de administración apropiado, en caso de desvío de material al CA</p>
<p>2.El consejo de administración (CA) solo podrá delegar responsabilidades y funciones a comités presididos por un miembro externo independiente</p>	<p>Sección 301: se considera independiente, un miembro...que no sea del CA o de cualquier comité corporativo.</p> <p>Que no acepte honorarios por consultoría, asesoría, o que este afiliado a la compañía, o a cualquiera de las subsidiarias.</p>		<p>III.A.1.22: El CA debe aprobar y supervisar la implementación de:</p> <ul style="list-style-type: none"> i)Estrategia global de riesgos ii)Políticas de riesgo, administración, y cumplimiento iii)Sistema de control de riesgo iv)Marco de gobierno corporativo, principios y valores corporativos, incluyendo código de conducta o equivalente; y v)Sistema de compensación <p>III.A.3.47: Incrementar eficiencia y permitir enfoques más profundos en ciertas áreas. CA en muchas jurisdicciones establece</p>

			comités especializados. III.A.3.54: A fin de alcanzar la objetividad necesaria, el CA deberá ser constituido por miembros no-ejecutivos y en lo posible tener una mayoría de miembros independientes.
3.El tamaño del consejo de administración (CA) deberá ser tal que permita actuar con rapidez y eficacia			III.A.3.42: Estructura de CA incluye tamaño, frecuencia de reuniones y uso de comités, de tal forma que promueva la eficiencia, una revisión profunda de los asuntos y la discusión de temas.
4.El Presidente del consejo de administración (CA) será un consejero independiente no-ejecutivo		La Security and Exchange Commission (SEC) instruye sobre la adopción de nueva regla que requiere revelar si el Presidente del CA y el Director General son la misma persona. En cualquier caso, la empresa debe explicar los motivos de la decisión.	
5.Los consejeros internos y externos son seleccionados en base al valor que agregan al consejo de administración (CA)	Sección 101: Sugiere como modelo de selección de los miembros del CA, al establecido por el <i>Public Company Accounting Oversight Board (PCAOB)</i> ¹⁷⁷ que cuenta con 5 miembros nombrados entre	Titulo 9: Afirma que la SEC tiene la autoridad para adoptar una regla de acceso proxy para que los accionistas ejerzan su derecho de colocar directamente a sus propios candidatos en el CA directamente con su poder del voto. ¹⁷⁸	III.A.2.35: El CA contará con miembros individuales y colectivos, con experiencia apropiada, competencias y cualidades personales, incluyendo, integridad y profesionalismo. III.A.3.53: Propone que exista un comité de nominaciones/recursos

¹⁷⁷ El PCAOB es una corporación sin fines de lucro, que supervisa la auditoria de compañías públicas en EEUU.

¹⁷⁸ *En agosto 25, 2010, La SEC adoptó la Regla 14a-11, la cual requiere que las compañías incluyan en sus materiales de votación, junto a los nominados al directorio titular, los titulares de los accionistas, quienes son dueños al menos de 3% de las acciones y lo han sido de forma continua por al menos los últimos tres años. Un accionista no puede usar la regla para cambio de control de la compañía. En cambio, el accionista se limita a la presentación de una lista breve, que consiste en al menos un candidato o hasta 25% del CA.

	<p>personas integras y con reputación que hayan demostrado un compromiso con los intereses de inversionistas y el público, y un entendimiento de las responsabilidades, y de la naturaleza de la revelación financiera requerida a los emisores, según las leyes de valores. Las obligaciones de los contadores en la preparación de los informes de auditoría respecto a las revelaciones. Solo dos miembros del CA son certificados por contadores públicos.</p>		<p>humanos/gobernanza que provea recomendaciones al directorio, sobre nuevos miembros y de alta dirección</p> <p>III.A.2: Los miembros del CA serán y permanecerán calificados, incluso a través del entrenamiento para sus puestos.</p> <p>III.A.2.36: El CA colectivamente deberá tener un conocimiento adecuado y experiencia relevante para cada movimiento financiero de la compañía.</p> <p>III.A.2.37: El CA se asegurará que sus miembros accedan a programas de inicio y de educación continua</p> <p>III.A.3.43: es buena práctica para el CA llevar a cabo evaluaciones regulares, del CA y de sus miembros.</p>
<p>6. Los miembros del consejo de administración (CA) estarán al tanto de las necesidades de la empresa y sus empleados</p>			<p>III.A.1.24: El CA se involucrará activamente en los principales temas del banco y con los cambios en los negocios del banco y en el ambiente externo.</p>
<p>7. Miembros externos del consejo de administración (CA) revelaran cualquier posible conflicto de interés relacionado a su papel en la compañía.</p>	<p>Sección 101: Los altos estándares aplicados por la PCAOB a consejeros, sobre servir tiempo completo, y que no podrá ser empleado por otra persona o estar comprometido en cualquier otra actividad profesional o de negocios</p>	<p>Título 9: Aumentar el alcance de las normas de información privilegiada, mediante la prohibición de la compra de activos de la empresa por parte de internos; y la venta de activos a internos</p>	<p>III.A.3.55: ...El CA debe asegurar que se desarrollen e implementen políticas para identificar conflictos de interés potenciales; y si estos no pueden ser evitados, que sean apropiadamente manejados.</p> <p>III.A.3.56: La política incluirá:</p>

	<p>mientras actúe en el CA. Ningún consejero puede tener participación en las utilidades, o recibir pagos de otra firma ...(con ciertas excepciones), si puede servir <i>como modelo para consejeros en compañías privadas.</i></p> <p>Sección 402: Es ilegal que las compañías amplíen mantengan o arreglen extender o renovar créditos en forma de préstamos personales, para cualquier consejero o director ejecutivo.</p> <p>Sección 403: los consejeros y funcionarios de la compañía presentaran una declaración detallada de la propiedad de títulos accionarios, monto de dichos títulos y cualquier cambio en la propiedad.</p>		<p>La obligación de un miembro del CA de evitar, en la medida de lo posible, las actividades que puedan generar conflicto de interés o que parezcan conflicto de intereses.</p> <p>La obligación de los miembros de revelar cualquier asunto que pueda derivar, o que ya haya derivado en un conflicto de interés.</p>
<p>8. El número de consejeros externos será igual o mayor al número de miembros internos o ejecutivos del consejo de administración (CA)</p>		<p>Titulo 9: al menos la mitad del CA de las agencias calificadoras de crédito estarán compuestas por consejeros independientes¹⁷⁹, una parte de ellos debe incluir usuarios de las calificaciones. Los consejeros independientes servirán</p>	<p>III.A.2.38: Sugiere que el banco tenga un número adecuado y una composición apropiada de consejeros independientes.¹⁸⁰ ...Independencia que puede ser mejorada al incluir un número de miembros no ejecutivos calificados suficientemente grande.</p>

¹⁷⁹ Independencia en el sentido de no recibir consultas, asesorías o pago de compensaciones, o estatus de persona asociada a la agencia calificadora.

¹⁸⁰ ...La perspectiva del CA incluye la habilidad para ejercer un juicio objetivo, independiente desde el punto de vista de los ejecutivos y de una política inapropiada, o de intereses personales puede ser mejorada por consejeros reclutados de un grupo de candidatos suficientemente amplio.

		por un término fijo de 5 años no renovable, con una compensación no ligada al desempeño de la calificación.	
9. Los consejeros internos firmarán documentos certificados sobre su responsabilidad legal por la información que generen y diseminen, así como por la omisión o no revelación de información pertinente al consejo de administración (CA)	<p>Sección 302, 404: El Director Ejecutivo y el Director de Finanzas certificarán en cada informe trimestral y anual que: han revisado el informe, basado en su conocimiento, y asegurarán que el informe no contiene alguna declaración falsa de un hecho material, o la omisión de algún hecho material.¹⁸¹ Dichos ejecutivos son además responsables de: establecer y mantener los controles externos; evaluar la efectividad de los controles internos, dentro del plazo establecido; y presentar las conclusiones acerca de la efectividad de los controles internos.¹⁸²</p> <p>SEC. 404: Firma contable registrada que elabore informes de auditoría para un emisor dará fe y reportará sobre la evaluación elaborada por la administración del</p>		III.C.9.101: El CA y la alta dirección son responsables de la preparación y presentación de los estados financieros de acuerdo con los estándares contables aplicados en cada jurisdicción, así como del establecimiento de controles internos efectivos relacionados con el reporte financiero.

¹⁸¹ la información financiera incluida en el informe presentará la condición financiera y los resultados de las operaciones de la compañía.

¹⁸² Los ejecutivos revelando a los auditores del emisor, todas las deficiencias significativas y debilidades materiales en el diseño u operación en los controles internos, incluyendo cualquier corrección a dichas deficiencias y debilidades.

	<p>emisor.</p> <p>Sección 304: si el emisor es requerido para preparar una nueva presentación, por no-cumplimiento del emisor.¹⁸³</p>		
<p>10. El director de auditoría interna deberá ser miembro del consejo de administración (CA) y deberá reportarle directamente o alguno de sus comités.</p>			<p>III.C.9.100: El CA y la alta dirección pueden mejorar la disponibilidad de la función de auditoría interna a través de:</p> <p>Promover la independencia del auditor interno, asegurando que el informe de auditoría interna se entregue al CA; y que el auditor interno tenga acceso directo al CA o al comité de auditoría del CA.¹⁸⁴</p>
<p>11. Comité de auditoría. Presidido por un miembro externo independiente del consejo de administración (CA) con experiencia en control interno.</p>	<p>Sección 103: La PCAOB establece normas de auditoría, de control de calidad y de ética, que pueden ser usadas por firmas contables públicas registradas, en la preparación y realización de informes de auditoría. El CA incluye en las normas de auditoría, requerimientos para cada firma de contabilidad pública registrada para la</p>		<p>III.A.3.50: El Comité de auditoría es responsable de: la elaboración del informe financiero; proporcionar la supervisión de los auditores internos y externos; aprobar o recomendar al CA o accionistas su aprobación, nombramiento, remuneración y destitución de auditores externos; revisar y aprobar el ámbito de la auditoría y frecuencia; la recepción de informes de auditoría clave; y asegurar</p>

¹⁸³ Debido a un mal comportamiento del Director General y/o del Director Financiero. El ejecutivo perderá: 1) cualquier bono u otro incentivo – basado en compensación en acciones recibido durante el período de 12 meses, seguido de la primera emisión pública, o la presentación a la comisión del informe financiero; y cualquier ganancia realizada por la venta de valores del emisor durante el período de 12 meses.

¹⁸⁴ Algunos agentes sugieren involucrar a los auditores internos en la evaluación de la eficacia de la función de administración de riesgos y la función de cumplimiento, incluyendo la calidad de los informes de riesgo al CA y a la alta dirección, sin embargo, esto es posible siempre que no interfiera con sus funciones de auditoría. De hecho, en algunas empresas, la evaluación de riesgo es realizada en el área de auditoría de la empresa.

	<p>preparación de informes.</p> <p>Sección 201: Es ilegal para una firma de contaduría realizar a un emisor, una auditoría y proporcionarle simultáneamente a la auditoría, servicios variados de no-auditoría (servicios de evaluación y valoración, etc.). Una firma de auditores puede participar en un servicio diferente al de auditoría para el cliente en áreas en que no estén prohibidas y que el comité de auditoría aprueba la actividad con antelación.</p> <p>Sección 301 prohíbe a las bolsas y a las asociaciones de valores nacionales listar cualquier título de un emisor que no cumpla con que: el Comité de auditoría sea el responsable directo del nombramiento, compensación y supervisión de la firma auditora seleccionada, la cual informa al Comité de auditoría. Cada miembro del Comité será parte del CA. El Comité establece los procedimientos de operación de auditorías.</p> <p>Sección 407: Se exige a la compañía revelar los</p>		<p>que la administración tome las acciones correctivas necesarias de manera oportuna, para ubicar las debilidades en el control, el incumplimiento y otros problemas identificados por los auditores.</p> <p>III.A.3.51: Recomienda que el comité de auditoría cuente con un número suficiente de consejeros no-ejecutivos independientes. Sugiere que el nombramiento o destitución de los auditores externos sea producto de la decisión de miembros de un comité independiente, no-ejecutivo.¹⁸⁵</p>
--	---	--	--

¹⁸⁵Basilea III recomienda que el conjunto del Comité tenga experiencia y un equilibrio colectivo en cuanto a habilidades y conocimientos de expertos en finanzas, contabilidad y auditoría.

	informes periódicos: i) el número y nombre de integrantes del Comité de auditoría, seleccionados por el CA; ii) la independencia de sus miembros		
12. Comité de inversión en activos financiero será dirigido por un miembro externo independiente del consejo de administración (CA) y con experiencia en mercados financieros. El comité formulará una estrategia de inversión para el excedente de capital de la compañía. El Comité revisará periódicamente la estrategia de inversión.	Sección 401: Cada informe financiero (trimestral- anual) requerido por el CA, deberá revelar todas las transacciones fuera del balance general, convenios, obligaciones y otras relaciones del emisor con entidades no consolidadas que puedan tener un efecto actual o futuro sobre la situación financiera del emisor. ¹⁸⁶	Sección 6: la regla Volcker limita la capacidad de banca y de empresas relacionadas a los bancos, a participar en transacciones por cuenta propia, fondos mutuos y fondos de capital privado invirtiendo un 3% de Capital Tier I de la compañía. ¹⁸⁷	III.1.A.50 Establece requisitos mínimos de capital para componentes de capital en Tier 1 y 2. El capital mínimo es de 4.5% para todos los activos ponderados riesgosos. Además, un Tier 1 con un requerimiento de capital mínimo de 6.0%. El Tier 2 comprende todos los demás instrumentos de capital, y la combinación de ambos debe ser por lo menos 8% del total de activos riesgosos. III.B.129: asegurar que los bancos construyan colchones de capital para periodos de estrés económico. Los colchones aplican en 2.5% parejo a toda forma de capital ¹⁸⁸
13. Comité de finanzas corporativas. Presidido por un consejero independiente con experiencia en finanzas		Título I El <i>Financial Stability Oversight</i> Council (FSOC) puede hacer recomendaciones a la Junta de Gobernadores	

¹⁸⁶El comité de inversión en activos financieros además de supervisar las áreas que están fuera del balance general, deberá informar al CA a fin de mantener un control interno adecuado.

¹⁸⁷Según Basilea III Capital Tier 1 lo conforman acciones comunes, excedentes de acciones, ganancias, reservas acumuladas por otros ingresos, acciones emitidas por subsidiarias, y ajustes regulatorios aplicados en el cálculo de Tier 1. Las empresas financieras no bancarias consideradas sistemáticas que no estén cubiertas por la regla Volcker, requieren que la Junta de Gobernadores de la FED agregue requerimientos de capital adicionales y límites cuantitativos sobre transacciones, inversiones y actividades de fondos privados. Estos requerimientos estimularían la proliferación de Comités de inversión en activos financieros. Así, las empresas serían capaces de monitorear el cumplimiento de la regla Volcker.

¹⁸⁸El Comité de Inversión de Activos Financieros será fundamental en el monitoreo y evaluación del cumplimiento de la firma con las directrices de Basilea.

<p>corporativas. Determinará las necesidades de financiamiento de la empresa. Y deberá aprobar la contratación de intermediarios financieros/colocadores de emisiones de valores financieros.</p>		<p>de la FED de solicitar a cualquier compañía financiera no bancaria y a compañías de conglomerado bancario, supervisado por la Junta, mantener una cantidad mínima de capital contingente convertible en tiempo de estrés financiero.</p> <p>La Junta de FED podrá obligar a un holding bancario con un total de activos consolidados iguales o superiores a US\$50 mil millones, o a una empresa financiera no bancaria supervisada por la Junta que mantenga un coeficiente de endeudamiento no mayor de 15-1 después de calificar la empresa como sistémica</p> <p>La FSOC puede hacer recomendaciones a la Junta de FED para solicitar límites de deuda de corto plazo para compañías de holding bancario y para compañías financieras no bancarias.</p> <p>Las agencias federales pueden establecer requerimientos mínimos de apalancamiento de capital y requerimientos mínimos de capital, basado en riesgo, sobre una base consolidada de instituciones de depósito</p>	
---	--	---	--

		asegurado, compañías de holding bancario, y compañías financieras no bancarias supervisadas por la Junta. ¹⁸⁹	
14. Comité de riesgo, presidido por un consejero externo independiente con experiencia en administración de riesgos financieros. Encargado de contratar la agencia calificadora de crédito para evaluar la cartera de instrumentos financieros de la empresa. Encargado de elaborar los informes financieros y de riesgos de crédito de la cartera de inversión de la empresa. Informar sobre la estrategia de inversión. Y encargado de elaborar inventarios de riesgos no financieros (cuantificables y no cuantificables) relevantes para la empresa	Sección 408: La SEC revisará regularmente la revelación de información hecha por las empresas públicas que cotizan, a través de sus informes periódicos. La SEC considerará: Emisores que han reformulado sus resultados financieros; emisores que muestren volatilidad significativa en el precio de sus acciones en comparación con otros emisores; emisores con gran capitalización de mercado; compañías emergentes con disparidades en la relación precio /ganancias; emisores cuyas operaciones afectan cualquier sector real de la economía de forma significativa. ¹⁹⁰	Titulo 1: Un comité de riesgos separado para: i) Compañías financieras no bancarias públicas, supervisadas por la Junta de Gobernadores; ii) Ciertos conglomerados bancarios que tranzan y tienen un total de activos consolidados no menor de US\$10 mil millones. La Junta de Gobernadores puede requerir que una empresa pública que tranza, tenga un total de activos consolidado no menor a US\$10 mil millones para establecer un comité de riesgo que promueva prácticas de administración de riesgo. Un comité de riesgo será responsable de: i) la supervisión de prácticas de administración de riesgo de compañías financieras no bancarias, supervisadas por la Junta de FED; ii) de Incluir un cierto número de consejeros independientes que determinen la acción; iii) Incluir por lo menos 1	III.A.3.52: El comité de riesgo es responsable de asesorar al CA del banco sobre el riesgo global actual y futuro, la tolerancia / apetito de riesgo y la estrategia, y para supervisar al gerente general en la implementación de la estrategia. Esto debería incluir las estrategias de administración de capital y liquidez, así como de crédito, mercado, operacional, cumplimiento, reputación y otros riesgos. El coeficiente mínimo de apalancamiento para el periodo de transición (2013-2017) es de 3%. Los bancos deberán revelar el coeficiente de apalancamiento a partir del 1º de enero de 2015 de manera trimestral y ser pública. III.D.9.105/106: Los sistemas de compensación contribuyen al desempeño y toma de riesgo del banco y deberían, por lo tanto, ser un componente clave de la gobernanza y el control de

¹⁸⁹El capital y los requerimientos y restricciones de apalancamiento podrían estimular la proliferación de comités de finanzas corporativas entre las compañías especialmente de holdings bancarios y compañías financieras no bancarias.

¹⁹⁰Mayor vigilancia de la SEC en estas áreas puede influenciar a más compañías a establecer comités de riesgo para evaluar la volatilidad de capital de riesgo, el riesgo sistémico y otros aspectos de riesgo que represente la empresa.

		<p>experto en administración con experiencia en la identificación, evaluación y administración de riesgo, revelando grandes complejos de firmas.</p> <p>El FSOC, como consejo de reguladores para monitorear el sistema financiero por riesgo sistémico:</p> <p>i) con poder para solicitar información de las compañías para determinar el significado de su riesgo sistémico, incluye compañías no-bancarias</p> <p>ii) con capacidad para designar compañías financieras no bancarias como sistémicamente significativas.</p> <p>iv) Puede solicitar a conglomerados no-bancarios sistémicos, presentar informes sobre las condiciones financieras de las compañías y su capacidad para alterar la estabilidad de los mercados financieros y la economía de Estados Unidos.</p> <p>v) Puede establecer</p>	<p>riesgo del banco. En la práctica, sin embargo, el riesgo no siempre ha sido tomado en cuenta en la determinación de las prácticas de compensación, con el resultado de que algunos riesgos de largo plazo pueden haber sido exacerbados por los incentivos de compensación, tales como aquellos que impulsan las ganancias de corto plazo.¹⁹²</p> <p>III.D.11: Una compensación de empleados debería estar efectivamente alineado tomando riesgo prudencial: la compensación debería estar ajustada a todos los tipos de riesgo; los resultados compensatorios deberían ser simétricos con resultados derivados de riesgos asumidos; desembolsos compensatorios programados debería ser sensible al horizonte del tiempo de riesgos; y la mezcla de efectivo, capital otras formas de compensación que debería ser consistente con la alineación de riesgo.</p>
--	--	---	---

¹⁹² Como reconocimiento de este tema, el FSB presentó los Principios FSB de abril 2009, acompañado de los estándares FSB de septiembre 2009 que ayudan en su implementación. Además, en enero de 2010 el Comité emitió un documento sobre Metodología para los Principios de Compensación y Evaluación de Estándares”, o las disposiciones nacionales aplicables consistentes con los Principios y Estándares de FSB.

		<p>estándares prudenciales en capital basado en riesgo y límites de apalancamiento, requisitos de liquidez, la resolución global de administración de riesgo, informe de revelación de crédito y límites de concentración. Además, de establecer estándares prudenciales en otras áreas, tales como capital contingente, mejora de la revelación pública, límites de deuda de corto plazo y otros.</p> <p>vi) Apoyo a compañías sistémicamente significativas para evaluar las condiciones de mercado y obtener el perfil de riesgo, adecuación de capital y capacidades de administración de riesgo.</p> <p>vii) Puede recomendar la implementación de regulaciones estandarizadas de riesgo. Estas serán aplicadas a conglomerados bancarios de EEUU y extranjeros en EEUU, con activos totales de US\$50 mil millones o más, así como a compañías financieras no bancarias de EEUU y extranjeras en EEUU, determinadas por FSOC. Estos estándares</p>	
--	--	--	--

		prudenciales evitan o minimizan los riesgos. ¹⁹¹	
--	--	---	--

Fuente: basado en Núñez y Oneto (2015)

¹⁹¹Se propone que la FED someta a una prueba anual de estrés a compañías sistémicas. Otras compañías financieras con activos de más de US\$ 10 mil millones que son supervisados por la agencia regulatoria federal también deberá someterse a una prueba de estrés anual.

Anexo 2. Regulaciones y Códigos de Buenas Prácticas de Gobiernos Corporativos de los países integrantes del MILA + Brasil

Brasil

- Lei das sociedades por ações: lei Nr. 6.404¹⁹³ (15.12.1967)
- Regulamento de listagem do Novo Mercado¹⁹⁴ (10.05.2011)
- Regulamento de listagem do Novo Mercado (2006)
- Regulamento de listagem do Novo Mercado (mayo 2002)

Chile

- Ley sobre sociedades anónimas¹⁹⁵: ley Nr. 18.046 (09.12.1997), Promulgada 21-10-1981, última modificación 09-01-2014 por ley 20.720.
- Norma de carácter general Nr. 341¹⁹⁶ (29.11.2012) (derogada por Norma de carácter general Nr. 385)
- Norma de carácter general Nr. 385 (08.06.2015)
- Norma de carácter general Nr. 309¹⁹⁷ (20.06.2011)
- Ley de Mercado de Valores: Ley N°18.045. Promulgada 21-10-1981. Última modificación 09-01-2014 a través de ley 20.720.¹⁹⁸
- DS de Hacienda. N° 702 DE 2011¹⁹⁹ (Reglamento Sociedades Anónimas)
- Código Civil²⁰⁰, promulgado 14-12-1855. Última modificación 16-05-2000.
- Ley sobre Acceso a la información pública (Ley N°20285) promulgada 11-08-2008. última modificación 23-05-2016.²⁰¹
- Ley que simplifica el régimen de Constitución, modificación y disolución de las sociedades comerciales. (Ley N°20.659). Promulgada 21-01-2013.²⁰²
- Circular 14 de 07 de junio 1999 sobre comités de directores²⁰³

Colombia

- Norma expedida: Resolución 275²⁰⁴ **“Por la cual se establecen los requisitos que deben acreditar las personas jurídicas públicas y privadas que pretendan ser destinatarias de la inversión de recursos de los fondos de pensiones”** (23.05.2001)
- Circular externa 028 de 2007²⁰⁵: “Adopción Encuesta de Mejores Prácticas Corporativas” (11.05.2007)
- Circular externa 055 de 2007²⁰⁶: “Por medio de la cual se deroga la Resolución 275 de 2001 y se dictan otras instrucciones” (02.11.2007)

¹⁹³ Comissão de Valores Mobiliários: <http://www.cvm.gov.br/legislacao/leis/lei6404.html>

¹⁹⁴ BM&Fbovespa: <http://bmfbovespa.com.br/pt-br/servicos/download/Regulamento-de-Listagem-do-Novo-Mercado.pdf>

¹⁹⁵ Biblioteca del Congreso Nacional de Chile: <http://www.leychile.cl/Navegar?idNorma=29473>

¹⁹⁶ Superintendencia Valores y Seguros: http://www.svs.cl/institucional/legislacion_normativa/normativa2.php

¹⁹⁷ http://www.svs.cl/institucional/legislacion_normativa/normativa2.php

¹⁹⁸ <https://www.leychile.cl/Navegar?idNorma=29472&buscar=18045>

¹⁹⁹ http://www.svs.cl/portal/principal/605/articles-1762_doc_pdf.pdf

²⁰⁰ <https://www.leychile.cl/Navegar?idNorma=172986&idParte=8717776>

²⁰¹ <https://www.leychile.cl/Navegar?idNorma=276363&buscar=20285>

²⁰² <https://www.leychile.cl/Navegar?idNorma=1048718&buscar=20659>

²⁰³ http://www.sepchile.cl/codigo-sep/gobierno-corporativo/?no_cache=1

²⁰⁴ Superintendencia Financiera de Colombia:

<https://www.superfinanciera.gov.co/jsp/loader.jsf?lServicio=Publicaciones&lTipo=publicaciones&lFuncion=loadContenidoPublicacion&id=821&dPrint=1>

²⁰⁵ <https://www.superfinanciera.gov.co/jsp/loader.jsf?lServicio=Publicaciones&lTipo=publicaciones&lFuncion=loadContenidoPublicacion&id=20145>

- Circular externa 056 de 2007²⁰⁷ : “Modificación de la Circular Externa 028 de 2007” (02.11.2007)
- Ley 222²⁰⁸: “Por la cual se modifica el libro II del Código de Comercio, se expide un nuevo régimen de procesos concursales y se dictan otras disposiciones” (20.12.1995)
- Ley 964²⁰⁹: “Por la cual se dictan normas generales y se señalan en ellas los objetivos y criterios a los cuales debe sujetarse el Gobierno Nacional para regular las actividades de manejo, aprovechamiento e inversión de recursos captados del público que se efectúen mediante valores y se dictan otras disposiciones” (08.07.2005)
- Código de mejores prácticas corporativas²¹⁰ (2007)
- Framework Code of Good Corporate Governance for Small and Medium-Size Enterprises²¹¹ (31.05.2004)
- Circular externa 28 de 2014²¹²: “Presentación del Nuevo Código País y Adopción del Reporte de Implementación de Mejores Prácticas Corporativas” (30.09.2014)
- Código de Mejores Prácticas Corporativas: Código país²¹³ (2014)
- Código de Comercio (Por Decreto 410 de 1971)²¹⁴
- Circular N°005, 2013, Superintendencia de la Economía Solidaria²¹⁵
- Decreto 1876-1994 (Empresas Sociales del Estado) Entrada en vigencia 05.08.1994²¹⁶
- Documento Conceptual de Gobierno Corporativo, agosto del 2010²¹⁷
- Ley 142 de 1994. Entrada en vigencia 11.07.1994²¹⁸
- Sentencia 5099, 1999, Corte Suprema de Justicia, Sala de Casación Civil (19.02.1999)²¹⁹
- Decreto Nacional 663, 1993. Por medio del cual se actualiza el Estatuto Orgánico del Sistema Financiero y se modifica su titulación y numeración. Entrada en vigencia 05.04.1998²²⁰
- Ley 550, 1999. última actualización 26.05.2016.²²¹
- Ley 256, 1996. última actualización 23.05.2016. ²²²
- Circular externa 018,2016, Superintendencia Financiera de Colombia. (26.05.2016)²²³
- Ley 57 de 1887. Código Civil²²⁴.

México

- Ley del mercado de valores²²⁵ (30.12.2005)
- Reforma del 28.06.2007
- Reforma del 10.01.2014

²⁰⁶<https://www.superfinanciera.gov.co/jsp/loader.jsf?lServicio=Publicaciones&lTipo=publicaciones&lFuncion=loadContenidoPublicacion&id=20145>

²⁰⁷<https://www.superfinanciera.gov.co/jsp/loader.jsf?lServicio=Publicaciones&lTipo=publicaciones&lFuncion=loadContenidoPublicacion&id=20145>

²⁰⁸ Bogotá jurídica digital: <http://www.alcaldiabogota.gov.co/sisjur/normas/Norma1.jsp?i=6739>

²⁰⁹ Bolsa de Valores de Colombia (BVC): https://www.bvc.com.co/pps/tibco/portalbvc/Home/Regulacion/Mercado_de_Valores/Leyes

²¹⁰ <https://www.superfinanciera.gov.co/SFCant/Codigopais/textos/codigopias.pdf>

²¹¹ European corporate governance institute: http://www.ecgi.org/codes/code.php?code_id=401

²¹²<https://www.superfinanciera.gov.co/jsp/loader.jsf?lServicio=Publicaciones&lTipo=publicaciones&lFuncion=loadContenidoPublicacion&id=10082461>

²¹³<https://www.superfinanciera.gov.co/jsp/loader.jsf?lServicio=Publicaciones&lTipo=publicaciones&lFuncion=loadContenidoPublicacion&id=10083770>

²¹⁴ <http://www.alcaldiabogota.gov.co/sisjur/normas/Norma1.jsp?i=41102>

²¹⁵ <http://www.supersolidaria.gov.co/es/content/carta-circular-005-supersolidaria-presenta-guia-de-buen-gobierno-las-organizaciones>

²¹⁶ <http://www.alcaldiabogota.gov.co/sisjur/normas/Norma1.jsp?i=3356>

²¹⁷ <https://www.superfinanciera.gov.co/SFCant/GobiernoCorporativo/doccong200810pub.pdf>

²¹⁸ <http://www.alcaldiabogota.gov.co/sisjur/normas/Norma1.jsp?i=2752>

²¹⁹ http://legal.legis.com.co/document?obra=jurcol&document=jurcol_759920419020f034e0430a010151f034

²²⁰ <http://www.alcaldiabogota.gov.co/sisjur/normas/Norma1.jsp?i=1348>

²²¹ http://www.secretariasenado.gov.co/senado/basedoc/ley_0550_1999.html

²²² http://www.secretariasenado.gov.co/senado/basedoc/ley_0256_1996.html

²²³<https://www.superfinanciera.gov.co/jsp/loader.jsf?lServicio=Buscador&lTipo=busqueda&lFuncion=BuscadorArchivos&idRecurso=1018533>

²²⁴ <http://www.alcaldiabogota.gov.co/sisjur/normas/Norma1.jsp?i=39535>

²²⁵ Comisión Nacional Bancaria y de Valores: <http://www.cnbv.gob.mx/Normatividad/Ley%20del%20Mercado%20de%20Valores.pdf>

- Código de mejores prácticas corporativas²²⁶ (26.09.2002)
- Código de mejores prácticas corporativas²²⁷ (10.09.2010)
- Ley General de Sociedades Mercantiles. última reforma DOF 14-03-2016²²⁸
- Reglamento de la Ley Federal de las Entidades Paraestatales. última reforma DOF 23-11-2010²²⁹
- Ley para regular las agrupaciones financieras. Nueva Ley DOF 10-01-2014²³⁰
- Ley Federal de las entidades paraestatales. última reforma DOF 18-12-2015²³¹
- Ley de Uniones de Crédito. última reforma DOF 10-01-2014²³²
- Decreto Reforma Energética (20.12.2013)²³³
- Código Fiscal de la Federación. última reforma DOF 12-01-2016²³⁴

Perú

- Ley general de sociedades²³⁵ : ley 28667 (09.12.1997)
- Principios de buen gobierno para las sociedades peruanas²³⁶ (julio 2002)
- Código de buen GC peruanas²³⁷ (04.11.2013)
- Ley de la Actividad Empresarial del Estado. Ley 24948. (02.12.1988)²³⁸
- Ley del Mercado de Valores. Ley No 30050 publicada el 26.06.2013 ²³⁹
- Código Marco del Buen Gobierno Corporativo de las Empresas del Estado.²⁴⁰
- Resolución de Superintendencia N° 00037-2015. Reglamento de Administración Integral de Riesgos (Entrada en Vigencia 01.01.2017)²⁴¹
- Código de Comercio. Entrada en Vigencia 01.07.1902. ²⁴²

²²⁶ http://www.ecgi.org/codes/code.php?code_id=401

²²⁷ http://www.ecgi.org/codes/code.php?code_id=307

²²⁸ http://www.diputados.gob.mx/LeyesBiblio/pdf/144_140316.pdf

²²⁹ http://www.diputados.gob.mx/LeyesBiblio/regley/Reg_LFEP.pdf

²³⁰ <http://www.diputados.gob.mx/LeyesBiblio/pdf/LRAF.pdf>

²³¹ http://www.diputados.gob.mx/LeyesBiblio/pdf/110_181215.pdf

²³² <http://www.diputados.gob.mx/LeyesBiblio/pdf/LUC.pdf>

²³³ <http://www.redpolitica.mx/nacion/documento-completo-asi-quedo-promulgada-la-reforma-energetica>

²³⁴ http://www.diputados.gob.mx/LeyesBiblio/pdf/8_120116.pdf

²³⁵ Superintendencia del Mercado de Valores: <http://www.smv.gov.pe/sil/LEY0000199726887001.pdf>

²³⁶ http://www.ecgi.org/codes/code.php?code_id=96

²³⁷ http://www.smv.gov.pe/Uploads/CodBGC2013%202_.pdf

²³⁸ www.fonafe.gob.pe/UserFiles/.../Ley_Actividad_Empresarial_Estado.doc

²³⁹ http://www.smv.gov.pe/Frm_VerArticulo.aspx?data=47B2B9233F21FBD0AFE89C672F9A5F96FCCA16C97C967EF6363FF89FD03825950CB484522D8FF84CF6B64B4F6607AC3BCBF3C6ADFA397310F2BFCEE627

²⁴⁰ <http://www.fonafe.gob.pe/UserFiles/File/downloads/CODIGOMARCOBGC.pdf>

²⁴¹ https://www.smv.gov.pe/Frm_SIL_Detalle.aspx?CNORMA=RVM00001500037%20%20&CTEXTO=

²⁴² www.smv.gov.pe/sil/LEY0001190200010001.doc

Anexo 3. Matriz de Correlación

	Dummy ^{Issue}	L.Corp ^{Gov}	L.LevR	L.LevR ²	L.ProfR	L.LiqR	L.SolR	L.Size	L.InvA	L.Age	L.NLEarn	L.Debt ^{SeGDP}	L.Treasury	L.CEMBI	L.Deriv	L.SMT ^{Turn}	L.CPIS
DummyIssue	1																
L.CorpGov	0.027	1															
L.LevR	-0.003	0.012	1														
L.LevR2	-0.002	0.009	0.970	1													
L.ProfR	-0.002	0.001	0.000	0.000	1												
L.LiqR	-0.010	0.002	-0.002	-0.001	-0.001	1											
L.SolR	-0.012	-0.114	-0.001	-0.003	-0.008	0.023	1										
L.Size	0.190	-0.078	-0.041	-0.027	0.001	-0.062	-0.088	1									
L.InvA	-0.077	0.010	0.003	0.001	0.001	0.003	-0.009	-0.169	1								
L.Age	0.008	0.205	0.023	0.017	-0.003	0.007	0.124	0.089	0.027	1							
L.NLEarn	0.198	0.088	-0.009	-0.009	0.039	-0.019	-0.050	0.202	-0.089	0.143	1						
L.DebtSeGDP	-0.010	-0.057	-0.002	-0.001	-0.001	0.002	0.005	-0.049	0.005	-0.069	0.018	1					
L.Treasury	-0.020	0.218	0.018	0.011	0.010	0.016	-0.097	-0.258	0.053	0.024	-0.130	-0.164	1				
L.CEMBI	0.018	0.578	0.014	0.015	-0.009	0.015	-0.137	0.103	-0.024	0.336	0.073	-0.126	0.323	1			
L.Deriv	0.042	0.603	0.011	0.010	-0.005	0.010	-0.138	0.137	0.031	0.261	0.161	-0.101	0.113	0.555	1		
L.SMTurn	-0.014	0.330	0.023	0.013	0.010	0.014	-0.110	-0.269	0.054	-0.032	-0.108	-0.155	0.658	0.134	0.214	1	
L.CPIS	0.002	0.556	0.020	0.013	-0.003	0.018	-0.174	-0.173	0.046	0.136	-0.014	-0.122	0.556	0.551	0.608	0.789	1

Anexo 4. Estimaciones del modelo base

1. Estimaciones con la variable LAge

VARIABLES	(1) Probit RE 4	(2) Pooled Probit 4	(3) Fixed Effects 4	(4) Random Effects 4
L.CorpGov	0.151*** (0.0562)	0.187*** (0.0476)	0.00284 (0.00330)	0.0125*** (0.00273)
L.LevR	6.302*** (1.341)	6.320*** (1.165)	-0.0202 (0.0136)	0.00293 (0.00307)
L.LevR2	-7.087*** (1.960)	-6.934*** (1.585)	0.000103 (6.99e-05)	-2.08e-05 (2.55e-05)
L.ProfR	0.326 (0.241)	0.391** (0.177)	-0.000593 (0.00603)	-0.000835 (0.00656)
L.LiqR	-0.0136 (0.0707)	-0.0479 (0.117)	0.000185** (9.26e-05)	-3.65e-05 (0.000295)
L.SolR	-0.582 (0.400)	-0.383 (0.299)	-0.00690 (0.0289)	-0.0222 (0.0196)
L.Size	0.146*** (0.0301)	0.120*** (0.0236)	0.0186*** (0.00535)	0.00966*** (0.00128)
L.InvA	-3.87e-09 (8.19e-08)	3.96e-09 (2.46e-08)	-3.68e-08*** (2.87e-09)	-2.18e-08*** (7.09e-09)
L.DebtSecGDP	-0.00849 (0.00843)	-0.00651 (0.00645)	-0.000193 (0.000282)	-0.000279 (0.000354)
L.Age	5.40e-05 (3.57e-05)	5.63e-05* (2.92e-05)	-1.29e-05** (6.42e-06)	4.35e-06*** (1.61e-06)
Constant	-5.685*** (0.760)	-5.136*** (0.612)	-0.0641 (0.0540)	-0.129*** (0.0343)
Observations	5,657	5,657	5,719	5,719
Number of id	921		931	931
R-squared			0.013	

Standard errors in parentheses
 *** p<0.01, ** p<0.05, * p<0.1

2. Estimaciones con la variable Deriv

VARIABLES	(5) Probit RE 6	(6) Pooled Probit 6	(7) Fixed Effects 6	(8) Random Effects 6
L.CorpGov	0.106** (0.0537)	0.112** (0.0438)	0.000261 (0.00325)	0.00971*** (0.00261)
L.LevR	4.912*** (1.027)	5.015*** (0.938)	-0.0128 (0.00938)	0.00322 (0.00288)
L.LevR2	-4.824*** (1.319)	-5.051*** (1.219)	6.56e-05 (4.84e-05)	-2.28e-05 (2.41e-05)
L.ProfR	0.255 (0.206)	0.268 (0.167)	-0.00163 (0.00103)	-0.00191 (0.00221)
L.LiqR	-0.0336 (0.0841)	-0.0996 (0.130)	0.000210** (9.65e-05)	-1.43e-05 (0.000289)
L.SolR	-0.626* (0.350)	-0.247 (0.250)	-0.0145 (0.0244)	-0.0148 (0.0168)
L.Size	0.156*** (0.0282)	0.123*** (0.0213)	0.0172*** (0.00428)	0.00908*** (0.00115)
L.InvA	-4.23e-08 (8.14e-08)	-9.12e-09 (2.41e-08)	-3.84e-08*** (7.24e-09)	-2.57e-08*** (6.87e-09)
L.DebtSecGDP	-0.0103 (0.00843)	-0.00660 (0.00602)	-1.68e-05 (0.000248)	-0.000432 (0.000336)
L.Deriv	3.11e-05*** (1.10e-05)	2.08e-05*** (6.98e-06)	-2.76e-06* (1.48e-06)	1.60e-06*** (5.71e-07)
Constant	-6.159*** (0.695)	-5.151*** (0.642)	-0.0839 (0.0558)	-0.137** (0.0638)
Observations	6,701	6,701	6,805	6,805
Number of id	1,137		1,158	1,158
R-squared			0.014	

Standard errors in parentheses
 *** p<0.01, ** p<0.05, * p<0.1

3. Estimaciones con la variable CPIS

VARIABLES	(9) Probit RE 8	(10) Pooled Probit 8	(11) Fixed Effects 8	(12) Random Effects 8
L.CorpGov	0.151*** (0.0554)	0.150*** (0.0407)	0.00111 (0.00303)	0.0115*** (0.00271)
L.LevR	4.893*** (1.031)	5.017*** (0.941)	-0.0123 (0.00951)	0.00329 (0.00288)
L.LevR2	-4.749*** (1.332)	-5.033*** (1.224)	6.35e-05 (4.91e-05)	-2.31e-05 (2.41e-05)
L.ProfR	0.257 (0.208)	0.280 (0.170)	-0.00168* (0.000990)	-0.00215 (0.00221)
L.LiqR	-0.0328 (0.0835)	-0.0934 (0.128)	0.000230** (0.000103)	-6.19e-06 (0.000289)
L.SolR	-0.619* (0.352)	-0.257 (0.248)	-0.0225 (0.0240)	-0.0175 (0.0169)
L.Size	0.161*** (0.0279)	0.126*** (0.0212)	0.0178*** (0.00427)	0.00964*** (0.00113)
L.InvA	-2.18e-08 (8.19e-08)	2.27e-09 (2.38e-08)	-3.73e-08*** (7.08e-09)	-2.44e-08*** (6.88e-09)
L.DebtSecGDP	-0.00921 (0.00833)	-0.00771 (0.00607)	-2.78e-06 (0.000247)	-0.000409 (0.000336)
L.CPIS	-5.74e-07 (9.61e-07)	4.44e-07 (6.16e-07)	-2.93e-07*** (6.89e-08)	-3.64e-09 (4.57e-08)
Constant	-6.221*** (0.692)	-5.202*** (0.603)	-0.0813 (0.0500)	-0.137** (0.0640)
Observations	6,701	6,701	6,805	6,805
Number of id	1,137		1,158	1,158
R-squared			0.016	

Standard errors in parentheses
 *** p<0.01, ** p<0.05, * p<0.1

4. Estimaciones con la variable NLEarn

VARIABLES	(13) Probit RE 9	(14) Pooled Probit 9	(15) Fixed Effects 9	(16) Random Effects 9
L.CorpGov	0.144** (0.0602)	0.191*** (0.0481)	0.00289 (0.00498)	0.0142*** (0.00352)
L.LevR	5.723*** (1.552)	5.339*** (1.255)	-0.0395 (0.0384)	0.0120 (0.00955)
L.LevR2	-6.069*** (2.160)	-5.473*** (1.644)	0.00543 (0.0101)	-8.72e-05 (6.92e-05)
L.ProfR	1.265* (0.646)	0.798** (0.369)	0.0295 (0.0218)	0.0399* (0.0220)
L.LiqR	-0.148 (0.180)	-0.128 (0.134)	0.000394 (0.000798)	-0.000544 (0.00151)
L.SolR	-0.527 (0.407)	-0.140 (0.323)	-0.0385 (0.0300)	-0.0164 (0.0232)
L.Size	0.119*** (0.0316)	0.0975*** (0.0212)	0.0149* (0.00839)	0.00826*** (0.00161)
L.InvA	1.67e-08 (7.93e-08)	1.60e-08 (2.83e-08)	-4.98e-08*** (3.87e-09)	-1.96e-08** (7.84e-09)
L.DebtSecGDP	-0.00294 (0.0104)	-0.00618 (0.00651)	0.000196 (0.000483)	-0.000229 (0.000594)
L.NLEarn	0.0151*** (0.00271)	0.0130*** (0.00214)	0.000420 (0.000423)	0.00179*** (0.000186)
Constant	-5.927*** (0.809)	-5.601*** (0.759)	-0.118 (0.111)	-0.172** (0.0827)
Observations	3,929	3,929	3,985	3,985
Number of id	836		849	849
R-squared			0.017	

Standard errors in parentheses
 *** p<0.01, ** p<0.05, * p<0.1

Anexo 5. Estimaciones del modelo con *dummies* de país

5. Estimaciones con la variable LAge

VARIABLES	(1) Probit RE	(2) Media de los efectos margs.	(3) Pooled Probit	(4) Efecto marg.en medias
L.CorpGovDebt	0.0437 (0.0639)	0.00103 (0.00152)	0.0251 (0.0499)	0.00177 (0.00349)
L.LevR	6.451*** (1.464)	0.153*** (0.0464)	6.512*** (1.168)	0.457*** (0.0916)
L.LevR2	-7.482*** (2.121)	-0.177*** (0.0609)	-7.267*** (1.667)	-0.510*** (0.124)
L.ProfR	1.424** (0.651)	0.0337** (0.0165)	0.922** (0.437)	0.0648** (0.0305)
L.LiqR	-0.00792 (0.0675)	-0.000187 (0.00160)	-0.0123 (0.0748)	-0.000864 (0.00525)
L.SolR	-0.455 (0.420)	-0.0108 (0.0102)	-0.257 (0.298)	-0.0180 (0.0210)
L.Size	0.270*** (0.0463)	0.00639*** (0.00159)	0.178*** (0.0435)	0.0125*** (0.00301)
L.Capexp	-0.626 (0.920)	-0.0148 (0.0220)	-0.931 (0.655)	-0.0654 (0.0465)
L.DebtSecGDP	0.0154 (0.0472)	0.000365 (0.00112)	0.00858 (0.0280)	0.000602 (0.00196)
L.SMTurn	-2.319* (1.357)	-0.0549* (0.0333)	-1.214 (0.762)	-0.0852 (0.0531)
L.Age	4.86e-05 (3.78e-05)	1.15e-06 (9.34e-07)	5.13e-05* (2.98e-05)	3.60e-06* (2.13e-06)
D2007	-0.351 (0.286)	-0.00832 (0.00693)	-0.184 (0.216)	-0.0129 (0.0150)
D2008	-1.378*** (0.374)	-0.0326*** (0.0106)	-0.985*** (0.274)	-0.0692*** (0.0194)
D2009	-0.166 (0.293)	-0.00393 (0.00699)	-0.103 (0.213)	-0.00726 (0.0149)
D2010	-0.0276 (0.307)	-0.000652 (0.00727)	0.0279 (0.191)	0.00196 (0.0134)
D2011	-0.407 (0.325)	-0.00962 (0.00789)	-0.244 (0.232)	-0.0172 (0.0162)
D2012	-0.259 (0.328)	-0.00613 (0.00785)	-0.146 (0.218)	-0.0103 (0.0153)
D2013	-0.126 (0.365)	-0.00298 (0.00867)	-0.0457 (0.251)	-0.00321 (0.0176)
D2014	-0.249 (0.454)	-0.00588 (0.0108)	-0.156 (0.279)	-0.0110 (0.0195)
D2015	-0.976* (0.520)	-0.0231* (0.0131)	-0.626* (0.339)	-0.0439* (0.0234)
Brasil	3.144*** (0.959)	0.0744*** (0.0258)	1.645** (0.772)	0.116** (0.0537)
Chile	0.992 (0.702)	0.0235 (0.0170)	0.325 (0.541)	0.0228 (0.0380)
Mexico	2.619*** (0.705)	0.0620*** (0.0197)	1.323** (0.566)	0.0929** (0.0394)
Peru	2.067*** (0.680)	0.0489*** (0.0180)	0.900 (0.592)	0.0632 (0.0411)
Constant	-8.106*** (1.134)		-5.762*** (0.922)	
Observations	5,452	5,452	5,452	5,452
Number of id	895			
Wald P-value	0		0	
AIC	1298		1498	
BIC	1523		1716	
Pseudo R2			0.259	
PCP			95.87	

Standard errors in parentheses

6. Estimaciones con la variable Deriv

VARIABLES	(5) Probit RE	(6) Media de los efectos margs.	(7) Pooled Probit	(8) Efecto marg.en medias
L.CorpGovDebt	0.0370 (0.0614)	0.000850 (0.00142)	0.0165 (0.0472)	0.000233 (0.000674)
L.LevR	4.443*** (1.100)	0.102*** (0.0323)	4.884*** (0.959)	0.0692*** (0.0128)
L.LevR2	-4.341*** (1.407)	-0.0996*** (0.0377)	-4.922*** (1.315)	-0.0697*** (0.00641)
L.ProfR	0.356 (0.292)	0.00817 (0.00673)	0.285 (0.261)	0.00404 (0.00401)
L.LiqR	-0.0263 (0.0847)	-0.000603 (0.00195)	-0.0693 (0.122)	-0.000981 (0.00180)
L.SolR	-0.581 (0.371)	-0.0133 (0.00878)	-0.213 (0.246)	-0.00301 (0.00366)
L.Size	0.282*** (0.0428)	0.00646*** (0.00147)	0.176*** (0.0381)	0.00249** (0.00107)
L.Capexp	-0.799 (0.793)	-0.0183 (0.0185)	-0.744 (0.506)	-0.0105 (0.00800)
L.DebtSecGDP	-0.00768 (0.0436)	-0.000176 (0.00100)	-0.00463 (0.0248)	-6.55e-05 (0.000354)
L.SMTurn	-2.809** (1.260)	-0.0645** (0.0307)	-1.518** (0.695)	-0.0215 (0.0132)
L.Deriv	-2.42e-05 (1.97e-05)	-5.54e-07 (4.63e-07)	-2.21e-05 (1.35e-05)	-3.12e-07 (2.28e-07)
BasicMaterials	1.329*** (0.396)	0.0305*** (0.0107)	1.026*** (0.229)	0.0145** (0.00571)
Communications	0.954** (0.428)	0.0219** (0.0107)	0.851*** (0.262)	0.0121** (0.00561)
ConsumerCyclical	0.357 (0.406)	0.00819 (0.00942)	0.381 (0.257)	0.00540 (0.00406)
ConsumerNonCyclical	0.517 (0.391)	0.0119 (0.00923)	0.478* (0.245)	0.00677* (0.00402)
Diversified	-0.107 (0.565)	-0.00245 (0.0130)	0.0571 (0.311)	0.000808 (0.00438)
Energy	2.229*** (0.479)	0.0512*** (0.0141)	1.661*** (0.292)	0.0235*** (0.00876)
Utilities	0.394 (0.410)	0.00904 (0.00952)	0.250 (0.263)	0.00354 (0.00381)
Industrial	0.595 (0.400)	0.0137 (0.00953)	0.531** (0.235)	0.00752* (0.00398)
D2007	-0.310 (0.260)	-0.00712 (0.00607)	-0.200 (0.194)	-0.00283 (0.00299)
D2008	-1.391*** (0.353)	-0.0319*** (0.00971)	-1.005*** (0.248)	-0.0142** (0.00614)
D2009	-0.193 (0.279)	-0.00444 (0.00646)	-0.138 (0.191)	-0.00195 (0.00284)
D2010	0.0188 (0.295)	0.000432 (0.00676)	0.0580 (0.181)	0.000822 (0.00259)
D2011	-0.229 (0.310)	-0.00525 (0.00716)	-0.105 (0.216)	-0.00149 (0.00305)
D2012	0.00665 (0.324)	0.000153 (0.00744)	0.0669 (0.212)	0.000947 (0.00306)
D2013	0.241 (0.368)	0.00552 (0.00848)	0.229 (0.247)	0.00325 (0.00378)
D2014	0.225 (0.457)	0.00516 (0.0105)	0.215 (0.290)	0.00304 (0.00435)
D2015	-0.464 (0.527)	-0.0106 (0.0122)	-0.197 (0.350)	-0.00278 (0.00497)
Brasil	3.465*** (0.865)	0.0795*** (0.0236)	1.863** (0.741)	0.0264* (0.0150)
Chile	1.395** (0.614)	0.0320** (0.0151)	0.647 (0.521)	0.00916 (0.00837)
Mexico	3.278*** (0.694)	0.0752*** (0.0202)	1.828*** (0.626)	0.0259* (0.0136)
Peru	2.074***	0.0476***	0.872	0.0123

Constant	(0.589) -7.863*** (1.005)	(0.0155)	(0.553) -5.388*** (0.845)	(0.00937)
Observations	6,457	6,457	6,457	6,457
Number of id	1,098			
Wald P-value	0		0	
AIC	1534		1794	
BIC	1764		2017	
Pseudo R2			0.252	
PCP			95.82	

Standard errors in parentheses
*** p<0.01, ** p<0.05, * p<0.1

7. Estimaciones con la variable CPIS

VARIABLES	(9) Probit RE	(10) Media de los efectos margs.	(11) Pooled Probit	(12) Efecto marg.en medias
L.CorpGovDebt	-0.00216 (0.0648)	-4.95e-05 (0.00148)	-0.0113 (0.0513)	-0.000161 (0.000732)
L.LevR	4.479*** (1.107)	0.102*** (0.0324)	4.916*** (0.959)	0.0699*** (0.0131)
L.LevR2	-4.404*** (1.415)	-0.101*** (0.0379)	-4.959*** (1.313)	-0.0705*** (0.00674)
L.ProfR	0.336 (0.291)	0.00769 (0.00669)	0.276 (0.262)	0.00393 (0.00402)
L.LiqR	-0.0286 (0.0890)	-0.000654 (0.00204)	-0.0698 (0.124)	-0.000993 (0.00183)
L.SolR	-0.583 (0.373)	-0.0133 (0.00880)	-0.211 (0.246)	-0.00300 (0.00367)
L.Size	0.280*** (0.0427)	0.00641*** (0.00146)	0.176*** (0.0381)	0.00250** (0.00108)
L.Capexp	-0.809 (0.793)	-0.0185 (0.0184)	-0.750 (0.504)	-0.0107 (0.00804)
L.DebtSecGDP	0.00878 (0.0443)	0.000201 (0.00101)	0.00586 (0.0254)	8.34e-05 (0.000360)
L.SMTurn	-1.349 (1.410)	-0.0309 (0.0326)	-0.497 (0.776)	-0.00707 (0.0115)
L.CPIS	-4.28e-06** (1.69e-06)	-9.79e-08** (4.19e-08)	-3.08e-06*** (1.10e-06)	-4.38e-08* (2.28e-08)
BasicMaterials	1.329*** (0.397)	0.0304*** (0.0107)	1.028*** (0.229)	0.0146** (0.00577)
Communications	0.949** (0.429)	0.0217** (0.0106)	0.853*** (0.262)	0.0121** (0.00566)
ConsumerCyclical	0.355 (0.406)	0.00811 (0.00940)	0.383 (0.257)	0.00545 (0.00410)
ConsumerNonCyclical	0.513 (0.391)	0.0117 (0.00921)	0.479* (0.245)	0.00681* (0.00406)
Diversified	-0.123 (0.567)	-0.00281 (0.0130)	0.0516 (0.313)	0.000734 (0.00443)
Energy	2.240*** (0.479)	0.0512*** (0.0140)	1.667*** (0.291)	0.0237*** (0.00884)
Utilities	0.389 (0.410)	0.00890 (0.00950)	0.251 (0.263)	0.00357 (0.00385)
Industrial	0.590 (0.401)	0.0135 (0.00951)	0.531** (0.236)	0.00755* (0.00402)
D2007	-0.324 (0.260)	-0.00740 (0.00607)	-0.213 (0.193)	-0.00302 (0.00303)
D2008	-1.481*** (0.354)	-0.0339*** (0.00989)	-1.072*** (0.251)	-0.0152** (0.00652)
D2009	-0.367 (0.281)	-0.00839 (0.00659)	-0.275 (0.196)	-0.00392 (0.00325)
D2010	-0.0444 (0.288)	-0.00102 (0.00660)	0.00120 (0.178)	1.70e-05 (0.00254)
D2011	-0.146 (0.309)	-0.00335 (0.00710)	-0.0561 (0.220)	-0.000797 (0.00312)
D2012	0.124 (0.319)	0.00283 (0.00732)	0.132 (0.209)	0.00188 (0.00311)
D2013	0.465 (0.371)	0.0106 (0.00864)	0.366 (0.251)	0.00521 (0.00415)
D2014	0.313 (0.435)	0.00717 (0.0100)	0.244 (0.265)	0.00347 (0.00406)
D2015	-0.379 (0.496)	-0.00867 (0.0114)	-0.178 (0.316)	-0.00253 (0.00453)
Brasil	3.197*** (0.869)	0.0731*** (0.0231)	1.659** (0.720)	0.0236* (0.0141)
Chile	1.093* (0.622)	0.0250* (0.0148)	0.428 (0.509)	0.00608 (0.00776)
Mexico	3.140*** (0.629)	0.0718*** (0.0186)	1.659*** (0.548)	0.0236* (0.0121)
Peru	2.052***	0.0469***	0.866	0.0123

Constant	(0.590) -7.844*** (1.007)	(0.0154)	(0.554) -5.364*** (0.843)	(0.00942)
Observations	6,457	6,457	6,457	6,457
Number of id	1,098			
Wald P-value	0		0	
AIC	1529		1790	
BIC	1759		2014	
Pseudo R2			0.254	
PCP			95.86	

Standard errors in parentheses
*** p<0.01, ** p<0.05, * p<0.1

8. Estimaciones con la variable NLEarn

VARIABLES	(13) Probit RE	(14) Media de los efectos margs.	(15) Pooled Probit	(16) Efecto marg.en medias
L.CorpGovDebt	-0.0128 (0.0856)	-0.00122 (0.00820)	-0.0390 (0.0763)	-0.00521 (0.0102)
L.LevR	6.455*** (2.022)	0.618*** (0.204)	6.191*** (1.673)	0.827*** (0.228)
L.LevR2	-6.793** (2.666)	-0.650** (0.262)	-6.166*** (2.155)	-0.823*** (0.291)
L.ProfR	1.396* (0.836)	0.134* (0.0804)	1.063* (0.546)	0.142** (0.0723)
L.LiqR	-0.297 (0.256)	-0.0284 (0.0247)	-0.257 (0.191)	-0.0343 (0.0252)
L.SolR	-0.0429 (0.587)	-0.00410 (0.0561)	0.0835 (0.401)	0.0111 (0.0537)
L.Size	0.174*** (0.0437)	0.0166*** (0.00430)	0.144*** (0.0316)	0.0193*** (0.00418)
L.Capexp	-0.160 (1.484)	-0.0153 (0.142)	0.00111 (1.217)	0.000149 (0.162)
L.DebtSecGDP	0.0158 (0.0574)	0.00151 (0.00549)	0.00554 (0.0384)	0.000740 (0.00512)
L.SMTurn	-1.466 (1.733)	-0.140 (0.167)	-1.591 (1.085)	-0.212 (0.145)
L.NLEarn	0.0119*** (0.00295)	0.00114*** (0.000307)	0.0113*** (0.00247)	0.00151*** (0.000338)
BasicMaterials	0.652 (0.581)	0.0624 (0.0557)	0.402 (0.334)	0.0537 (0.0448)
Communications	0.966 (0.629)	0.0925 (0.0606)	0.887* (0.459)	0.118* (0.0627)
ConsumerCyclical	0.237 (0.586)	0.0227 (0.0561)	0.106 (0.363)	0.0142 (0.0486)
ConsumerNonCyclical	0.310 (0.573)	0.0297 (0.0550)	0.213 (0.353)	0.0284 (0.0475)
Diversified	0.229 (0.689)	0.0219 (0.0661)	0.196 (0.384)	0.0262 (0.0514)
Energy	2.390*** (0.682)	0.229*** (0.0649)	1.832*** (0.463)	0.245*** (0.0624)
Utilities	0.383 (0.651)	0.0366 (0.0624)	0.328 (0.471)	0.0438 (0.0638)
Industrial	0.667 (0.579)	0.0638 (0.0555)	0.435 (0.341)	0.0581 (0.0459)
D2007	-0.784* (0.400)	-0.0750* (0.0387)	-0.621* (0.358)	-0.0829* (0.0472)
D2008	-1.674*** (0.478)	-0.160*** (0.0477)	-1.388*** (0.395)	-0.185*** (0.0517)
D2009	-0.614 (0.416)	-0.0587 (0.0400)	-0.470 (0.340)	-0.0628 (0.0454)
D2010	-0.254 (0.424)	-0.0243 (0.0405)	-0.123 (0.310)	-0.0164 (0.0412)
D2011	-0.647 (0.441)	-0.0619 (0.0421)	-0.400 (0.364)	-0.0534 (0.0484)
D2012	-0.595 (0.443)	-0.0570 (0.0424)	-0.400 (0.325)	-0.0534 (0.0431)
D2013	-0.548 (0.473)	-0.0525 (0.0453)	-0.343 (0.373)	-0.0458 (0.0494)
D2014	-0.467 (0.580)	-0.0447 (0.0555)	-0.266 (0.403)	-0.0356 (0.0535)
D2015	-1.233* (0.644)	-0.118* (0.0620)	-0.875* (0.456)	-0.117** (0.0596)
Brasil	2.308** (1.056)	0.221** (0.102)	2.038*** (0.783)	0.272*** (0.104)
Chile	0.836 (0.736)	0.0800 (0.0704)	0.609 (0.547)	0.0813 (0.0731)
Mexico	1.750** (0.692)	0.167** (0.0670)	1.457*** (0.515)	0.195*** (0.0689)
Peru	1.377**	0.132**	1.016*	0.136*

Constant	(0.675) -5.899*** (1.341)	(0.0643)	(0.546) -4.869*** (0.963)	(0.0719)
Observations	1,495	1,495	1,495	1,495
Number of id	475			
Wald P-value	4.09e-10		0	
AIC	766.6		795	
BIC	947.2		970.2	
Pseudo R2			0.286	
PCP			90.30	

Standard errors in parentheses
*** p<0.01, ** p<0.05, * p<0.1

Anexo 6 Componentes gobierno corporativo

1. Estimaciones con distintas categorías de gobierno corporativo de la muestra

VARIABLES	Probit RE 1	Pooled Probit 1	Probit RE 2	Pooled Probit 2	Pooled Probit 3
L.PctIndepDirec	0.00696 (0.00823)	0.00984 (0.00617)	0.00996 (0.00639)	0.0105** (0.00487)	
L.BoardDurationYrs	-0.105 (0.226)	-0.138 (0.135)			-0.0973 (0.114)
L.LevR	2.283 (2.937)	4.594** (2.340)	4.099* (2.383)	5.185*** (1.860)	6.080** (2.390)
L.LevR2	-1.861 (3.700)	-4.336 (3.001)	-3.956 (3.113)	-5.111** (2.435)	-6.220* (3.338)
L.ProfR	1.572 (1.485)	-0.0677 (1.021)	0.888 (1.217)	-0.0969 (0.871)	-0.0198 (0.871)
L.LiqR	-0.784 (0.547)	-0.444 (0.381)	-0.331 (0.342)	-0.220 (0.255)	-0.447 (0.287)
L.SolR	0.396 (0.812)	0.330 (0.555)	0.264 (0.629)	0.194 (0.455)	0.694 (0.469)
L.Size	0.300*** (0.0928)	0.197** (0.0888)	0.270*** (0.0705)	0.196** (0.0765)	0.104** (0.0520)
L.Capexp	-1.656 (2.719)	-2.068 (1.691)	-0.580 (2.242)	-1.055 (1.350)	-0.0985 (1.247)
L.DebtSecGDP	-0.0454 (0.106)	-0.00181 (0.0846)	-0.0520 (0.0821)	-0.0197 (0.0650)	0.0774 (0.0620)
L.SMTurn	-2.647 (5.107)	0.171 (5.496)	-1.197 (3.998)	0.346 (3.606)	0.252 (3.941)
Constant	-14.62 (1,624)	-9.893*** (1.999)	-8.462*** (1.899)	-6.589*** (1.568)	-8.956*** (1.256)
Observations	678	678	918	918	872
Number of id	165		208		
Wald P-value	0.0513	0	0.000296	0	0
AIC	394.7	430.5	550.2	591.5	577.2
BIC	530.3	561.5	694.9	731.4	710.8
Pseudo R2		0.283		0.238	0.238
PCP		87.91		87.91	87.73

Bibliografía

- Agüero, Juan Omar. (2009). Gobierno Corporativo: una Aproximación al Estado del Debate. *Visión de futuro*, 11(1) http://www.scielo.org.ar/scielo.php?script=sci_arttext&pid=S1668-87082009000100006&lng=es&tlng=es.
- Alonso-Neira, M. (2005) El proceso de globalización y la naturaleza cambiante de las crisis cambiarias y financieras: antiguas y nuevas interpretaciones. Ponencia presentada en VIII Reunión de Economía Mundial. Madrid Citar: <http://altea.daea.ua.es/ochorem/comunicaciones/MESA5COM/AlonsoNeira.pdf>
- Altman, E. I. (2005). An emerging market credit scoring system for corporate bonds. *Emerging Markets Review*, 6(4), 311-323.
- Anand, S. (2011). *Essentials of the Dodd-Frank Act* (Vol. 63). John Wiley & Sons.
- Arrow, K. J. (1984). *The Economics of Agency* (No. TR-451). STANFORD UNIV CA INST FOR MATHEMATICAL STUDIES IN THE SOCIAL SCIENCES.
- Demirgüç-Kunt, A. Ross Levine, editors. 2001. *Financial Structure and Economic Growth: A Cross Country Comparison of Banks, Markets, and Development*.
- Banco de Pagos Internacionales (2014). *Basilea III: Marco del coeficiente de apalancamiento y sus requisitos de divulgación*. Comité de Supervisión Bancaria. Basilea, Suiza. Enero
- Bank for International Settlements (2010). *The governance of financial regulation: reform lessons from the recent crisis*. BIS Working Papers, No. 329, Basel, Switzerland, November
- Bank for International Settlements (2011). Irving Fisher Committee on Central Bank Statistics. *Initiatives to address data gaps revealed by the financial crisis Proceedings of the Fifth IFC Conference*. Basel 25–26 August 2010 <http://www.bis.org/ifc/publ/ifcb34.pdf#page=147>
- Bank for International Settlements Quarterly Review (2014a). *International banking and financial market developments*. BIS, Basel, Switzerland. September p. 1-11 y 35-47
- Bank for International Settlements Quarterly Review (2014b). *International banking and financial market developments*. BIS, Basel, Switzerland. December p 1-12
- Bank of America Merrill Lynch (2013). *Size and structure of Global Emerging Markets debt*. New York, July.
- Bank of International Settlements, European Central Bank and International Monetary Fund (2009) “*Handbook on Securities Statistics*”, Part 1: Debt Securities Issues, Basle Switzerland, May
- Barney, Jay and William G. Ouchi (1988). *Organizational Economics*, Jossey-Bass Publishers. San Francisco, London. Section IV p. 205-298 Section VI p. 372-422
- Barth, J., Caprio, G., & Levine, R. (2012). *The guardians of finance: Making them work for us*. P.1-19
- Barton, D., & Wiseman, M. (2014). *Focusing capital on the long term*. *Harvard Business Review*, 92(1/2), 44-51.
- Barton, D. & M. Wiseman (2014). *Investing for the long term*. *Mckinsey on Investing*. Num 1. Winter 2014/15
- Bastos, M. F. R., Kamil, H., & Sutton, M. B. (2015). *Corporate Financing Trends and Balance Sheet Risks in Latin America*. International Monetary Fund.
- Baysinger, B., & Hoskisson, R. E. (1990). The composition of boards of directors and strategic control: Effects on corporate strategy. *Academy of Management review*, 15(1), 72-87.
- Beatty, D. R. (2009). *Where were the directors?* International Finance Corporation.

Bebchuk, L. A., & Weisbach, M. S. (2010). The state of corporate governance research. *Review of Financial Studies*, 23(3), 939-961.

Benzie, R. (1992). *The development of the international bond market* (No. 32). Bank for International Settlements, Monetary and Economic Department.

Berle, A., & Means, G. (1932). Private property and the modern corporation. *New York: Mac-millan*.

Bernanke, B. S. (2011, October). The effects of the great recession on central bank doctrine and practice. In *Keynote address at the Federal Reserve Bank of Boston 56th Economic Conference "Long Term Effects of the Great Recession," Boston, October* (Vol. 1, pp. 8-19).

Berumen, S. A. (2009). Evaluación de las reformas del Consenso de Washington en Brasil y México. *comercio exterior*, 59(9).

Bhagat, S., & Bolton, B. (2008). Corporate governance and firm performance. *Journal of corporate finance*, 14(3), 257-273.

Bhagat, C., Hirt, M., & Kehoe, C. (2013). Tapping the strategic potential of boards. *McKinsey Quarterly* (1), 91-98.

Bhagat, S., & Jefferis, R. H. (2005). *The econometrics of corporate governance studies*. Mit Press.

Birdsall, N., De la Torre, A., & Valencia Caicedo, F. (2010). The Washington consensus: assessing a damaged brand. *Center for Global Development Working Paper*, (213).

Blackwell, A. (1997). Corporate Governance and the EU's Dilema. London Ver: Bloomberg JPMX <GO> Emerging Markets Corporate CEMBI.

<http://www.blackwell.dk/writing/non-fiction/academic/economics/Corporate%20Governance.pdf>

Blume, D., & Omar, C. (2005). Corporate Governance: A Development Challenge. *Policy Insights*, 3.

Brauer, Jane (2013) "Size and Structure of Global Emerging Markets debt". Bank of America Merrill Lynch, New York, July

Brealey, R. A. R. A., Myers, S. C., Brealey, R. A., MYERS, A. J., Brealey, S. C. R. A., Myers, S. C., ... & Brealey, R. A. M. (1993). *Fundamentos de financiación empresarial*. McGraw-Hill Interamericana,

Bruno, V., & Claessens, S. (2007). Corporate Governance and Regulation: can there be too much of a good thing? *World Bank Policy Research Working Paper*, (4140).

Bustillo, I., & Velloso, H. (2009). The global financial crisis: what happened and what's next.

Calatayud, F. P. (1996). Innovación financiera, costes de transacción y teoría de agencia. *Investigaciones europeas de dirección y economía de la empresa*, 2(1), 47-58.

Calomiris, C. W., Himmelberg, C. P., & Wachtel, P. (1995, June). Commercial paper, corporate finance, and the business cycle: a microeconomic perspective. In *Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy* (Vol. 42, pp. 203-250). North-Holland.

Çelik, S., Demirtas, G., & Isaksson, M. (2014). Corporate Bonds, Bondholders and Corporate Governance. *OECD Corporate Governance Working Papers*, (16), 1.

Central and Eastern Europe online library www.ceeol.com/aspx/issuedetails.aspx?issueid=a87847b6-64f1-4907
<https://www.ceeol.com/search/article-detail?id=37733#>

Centro de Gobierno Corporativo y Mercado de Capitales (2009) Principios y Prácticas de Gobiernos Corporativos. Avances y Tendencias en las Empresas de Chile, Universidad de Chile y KPMG.

- Chong, A., & López-de-Silanes, F. (2007). Corporate governance in Latin America.
- Christiansen, H. (2009). The role of stock exchanges in corporate governance.
- Chui, M. K., Fender, I., & Sushko, V. (2014). Risks related to EME corporate balance sheets: the role of leverage and currency mismatch. *BIS Quarterly Review September*.
- Ciscel, D. H. (1999). El sistema planificador de Galbraith como sustituto de la teoría del mercado. *Cuadernos de economía (Santafé de Bogotá)*, 18(30), 367-377
- Clarkson, M. E. (1995). A stakeholder framework for analyzing and evaluating corporate social performance. *Academy of management review*, 20(1), 92-117.
- Coase, R. H. (1937). The nature of the firm. *Economica*, 4(16), 386-405.
- Coffee Jr, J. C. (1998). Future as history: The prospects for global convergence in corporate governance and its implications. *NW. UL Rev.*, 93, 641.
- Comité de Supervisión Bancaria de Basilea (1999). La mejora del gobierno corporativo en organizaciones bancarias. Bank for International Settlements (BIS), Basilea.
- Corporación Andina de Fomento (2010), Lineamientos para el Buen Gobierno Corporativo de las Empresas del Estado.
- Corporación Andina de Fomento (2004) "Lineamientos para un Código Andino de Gobiernos Corporativos", (versión revisada 2006)
- Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (2008). Corporate Governance in Family – Owned Companies. Outstanding cases in Brazil
- Corporate Governance in the Nordic Countries (2009). The working group of the self-regulatory corporate governance bodies of the five Nordic countries.
- Governance, C. (1998). Improving Competitiveness and Access to Capital in Global Markets. A report to the OECD by the Business Sector Advisory Group on Corporate Governance. *Ira M. Millstein, Chairman*.
- Cuevas, Karina (2007) "Globalización, mercados financieros y modelos de gobiernos corporativo", Universidad Anahuac Sur, México, enero. http://ols.uas.mx/fen/gestione/desp_arts.asp?titulo=133
- Danya, Jay, Orlin Dimitrov and John McConnell (2007), *Journal of Financial Economics* 87, Elsevier, B.V, July. <http://doi.org/10.1016/j.jfineco.2006.10.005>
- Davies Ward Phillips & Vineberg LLP (2010) "Changes in the Corporate Governance Landscape in the United States", Perspective, February. www.dwpv.com
- Denis, D. K., & McConnell, J. J. (2003). International corporate governance. *Journal of financial and quantitative analysis*, 38(01), 1-36.
- Eccles, R. G., Serafeim, G., & Krzus, M. P. (2011). Market interest in nonfinancial information. *Journal of Applied Corporate Finance*, 23(4), 113-127.
- Empowerment, S. (2015). Recent trends in shareholder empowerment have spurred a heated debate about whether empowered shareholders will ultimately cure corporate ills or adversely affect corporate fortunes. Publicly traded corporations are uniquely positioned to facilitate financial risk bearing, due to their dispersed ownership and liquidity and shareholders' ability to diversify their financial risk (Easterbrook & Fischel. *Shareholder Empowerment: A New Era in Corporate Governance*, 1.
- Fama, E. F. (1980). Agency Problems and the Theory of the Firm. *The journal of political economy*, 288-307.

Fama, E. F., & Jensen, M. C. (1983). Separation of ownership and control. *The Journal of Law & Economics*, 26(2), 301-325.

Farah de Abreu Z, Fernanda (2012) Influencia do BNDES na governança das empresas Brasileiras listadas. Dissertação de Mestrado apresentada ao Programa de Pós Graduação em Administração de Empresas da Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro, Rio de Janeiro, Abril

Fernández, A., & Gulán, A. (2015). Interest rates, leverage, and business cycles in emerging economies: The role of financial frictions. *American Economic Journal: Macroeconomics*, 7(3), 153-188.

Finanzas corporativas 2 (2014) Información asimétrica, estructura de capital e intermediarios financieros. <http://santiagovalladares.info/wp-content/uploads/sites/927/2014/07/Informaci%C3%B3n-Asim%C3%A9trica-Estructura-de-Capital-e-Intermediarios-Financieros.pdf>

Fort, T. C., Haltiwanger, J., Jarmin, R. S., & Miranda, J. (2013). How firms respond to business cycles: The role of firm age and firm size. *IMF Economic Review*, 61(3), 520-559.

Fox, M. A., & Hamilton, R. T. (1994). Ownership and diversification: Agency theory or stewardship theory. *Journal of Management Studies*, 31(1), 69-81.

Friedman, A. L., & Miles, S. (2006). *Stakeholders: Theory and practice*. Oxford University Press on Demand.

Fumás, V. S. (2002). *El gobierno de la empresa*. La Caixa.

https://books.google.com/books?id=5TD5pOTfN7EC&pg=PA212&dq=Salas,+V.+El+Gobierno+de+la+empresa&hl=en&sa=X&ei=Hsw_VYTLJoHxggSW_YHIBw&ved=0CBQQ6AEwAA#v=onepage&q=Salas%2C%20V.%20El%20Gobierno%20de%20la%20empresa&f=false

Galbraith, J. K. (1967). *The New Industrial State*.

Galbraith, J. K., Weidenbaum, M. L., Hession, C. H., Deckard, B., Sherman, H., & Thompson, C. C. (1975). Economics and the Public Purpose. *Journal of Economic Issues*, 9(1), 87-100. <http://www.jstor.org/stable/4224388>

Górriz, C. G. (2002). Propiedad y gobierno: la empresa familiar. *Ekonomiaz: Revista vasca de economía*, (50), 158-181.

García Soto, M. G. (2003). El gobierno corporativo y las decisiones de crecimiento empresarial: evidencia en las cajas de ahorros españolas. *Universidad de las Palmas de Gran Canarias. Tesis doctoral*.

Gedajlovic, E. R., & Shapiro, D. M. (1998). Management and ownership effects: Evidence from five countries. *Strategic Management Journal*, 533-553.

Gelos, M. G. (2014). *Managing Economic Volatility in Latin America*. International Monetary Fund.

Gillan, S. L. (2006). Recent developments in corporate governance: An overview. *Journal of corporate finance*, 12(3), 381-402.

Gore, C. (2000). The rise and fall of the Washington Consensus as a paradigm for developing countries. *World development*, 28(5), 789-804.

Gozzi, J. C., Levine, R., Peria, M. S. M., & Schmukler, S. L. (2015). How firms use corporate bond markets under financial globalization. *Journal of Banking & Finance*, 58, 532-551

Grossman, S. J., & Hart, O. D. (1980). Takeover bids, the free-rider problem, and the theory of the corporation. *The Bell Journal of Economics*, 42-64.

<http://www.jstor.org/discover/10.2307/3003400?uid=5152456&uid=3739584&uid=68&uid=2&uid=3&uid=3369088&uid=62&uid=3739256&sid=21106187676871>

Grossman, S. J., & Hart, O. D. (1986). The costs and benefits of ownership: A theory of vertical and lateral integration. *The Journal of Political Economy*, 691-719.

Gruic, Branimir and Philip Wooldridge (2012) Enhancements to the BIS debt securities statistics, BIS Quarterly Review, Basel, Switzerland, December

Gillan, S. L. (2006). Recent Developments in Corporate Governance: An Overview. *Journal of Corporate Finance*, 12, 381-402.

Gruić, B., & Wooldridge, P. D. (2012). Enhancements to the BIS debt securities statistics. *BIS Quarterly Review December*.

Gillan, S. L. (2006). Recent developments in corporate governance: An overview. *Journal of corporate finance*, 12(3), 381-402.

Guillén, R. (2011). The effects of the global economic crisis in Latin America. *Revista de Economía Política*, 31(2), 187-202.

Gutiérrez, L., & Pombo, C. (2009). Mercados de Capitales y Gobierno Corporativo en Colombia.

Hart, O. (1995). Corporate governance: some theory and implications. *The economic journal*, 105 (430), 678-689.

Iglesias, Susana, López, V. A. L., Silvosa, A. R. C., & Mangin, J. P. L. (2003). Análisis del concepto reputación y de su relación con el rendimiento empresarial. *CIENCIA ergo-sum*, 10(3), 245-253.

International Monetary Fund (2012) Global Financial Stability Report. Restoring Confidence and Progressing on Reforms. IMF, Series, World economic and financial surveys. HG4523.G563. Washington D.C., October

International Monetary Fund (2012) The Special Data Dissemination Standard Plus, Policy Paper, 4 October www.imf.org/external/np/pp/eng/2012/090712a.pdf.

International Monetary Fund (2013) Global Financial Stability Report, Statistical Appendix, IMF Washington D.C. April

International Monetary Fund (2015) Coordinate Portfolios Investments Survey (CPIS) <http://www.imf.org/external/np/sta/pi/cpis.htm>

Isaksson, Mats and Serdar Çelik (2013) Who Cares? Corporate Governance in Today's Equity Markets, OECD Corporate Governance Working Paper No. 8, OECD Publishing, <http://dx.doi.org/10.1787/5k47zw5kdnmp-en>

Institutional Shareholder Services, ISS-Governance. Quick Score 3.0 an Overview and updates, May 2015. https://www.issgovernance.com/file/products/quickscore_techdoc.pdf

Isiaka, A. (2014). Corporate Governance Ratings and Firm Performance: Canadian Evidence.

Jeannot, F. (2002). Fluctuaciones cíclicas en Schumpeter. *Análisis económico*, 17(35), 43-77. <http://www.analisiseconomico.com.mx/pdf/3503.pdf>

Jenkinson, T., & Mayer, C. (1992). The assessment: corporate governance and corporate control. *Oxford Review of Economic Policy*, 8(3), 1-10. <http://www.jstor.org/190.162.163.248>

Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (1976). Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of financial economics*, 3(4), 305-360.

Jensen, Michael (1986), Agency Cost of Free Cash Flow, Corporate Finance and Takeovers, Harvard Business School, *American Economic Review*, Vol. 76, No. 2, May pp. 323-329

Jickling, M. (2009). Causes of the financial crisis. CRS Report for Congress.

Johnson, S., & Shleifer, A. (2000). Coase and corporate governance in Latin America. *Revista ABANTE*, 2(2), 113-131.

JPMorgan (2016) Global Index Research, Fixed Income Index Product Guide. London, January pp.56-57

www.jpmm.com (Analytics->Cross-Asset->Data Query->Emerging Markets->Indices->External Debt Indices)

www.jpmm.com (Research->Index->Emerging Markets->Credit□CEMBI)

Kang, S., Kim, E. H., & Lu, Y. (2011). *The Limited Role of the Board of Directors*. Working paper, University of Michigan.

Klapper, L. F., & Love, I. (2004). Corporate governance, investor protection, and performance in emerging markets. *Journal of Corporate Finance*, 10(5), 703-728.

Klock, M. S., Mansi, S. A., & Maxwell, W. F. (2005). Does corporate governance matter to bondholders? *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 40(4), 693.

Koller, Timothy, "Why value value? – defending against crises", McKinsey Quarterly, April, 2010. www.mckinseyquarterly.com/article_print.aspx?L2=5&L3=7&ar=2574

John, K., & Senbet, L. W. (1998). Corporate governance and board effectiveness. *Journal of Banking & Finance*, 22(4), 371-403.

La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., & Shleifer, A. (1999). Corporate ownership around the world. *The journal of finance*, 54(2), 471-517.

La Porta, Rafael, Florencio Lopez de Silanes, Andrei Shleifer, and Robert W. Vishny (1997) "Law and Finance", Development Discussion Paper No. 576, Harvard Institute for International Development, Harvard University, Boston. March

La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A., & Vishny, R. W. (1996). *Law and finance* (No. w 5661). National Bureau of Economic Research.

La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A., & Vishny, R. W. (1997). Legal determinants of external finance. *The journal of finance*, 52(3), 1131-1150.

La Porta, Rafael, Florencio Lopez de Silanes, Andrei Shleifer, and Robert W. Vishny (2002), Investors protection and corporate governance, *Journal of Financial Economics*, v. 58, Issue 1-2, Special Issue on International Corporate Governance, Harvard University Press, Boston, pp 3-27 [http://dx.doi.org/10.1016/S0304-405x\(00\)00065-9](http://dx.doi.org/10.1016/S0304-405x(00)00065-9)

La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A., & Vishny, R. (2002). Investor protection and corporate valuation. *The journal of finance*, 57(3), 1147-1170.

Lanfedback Andrés (2007) "Gobiernos corporativos: mejores prácticas y evidencia" en Desafíos Financieros y Macroeconómicos en América Latina. Corporación Andina de Fomento, Caracas Venezuela. Junio.

Laux, C., & Leuz, C. (2009). The crisis of fair-value accounting: Making sense of the recent debate. *Accounting, organizations and society*, 34(6), 826-834. <http://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S0361368209000439>

Leal, R. P., & Carvalhal da Silva, A. (2005). Corporate governance and value in Brazil (and in Chile). *Available at SSRN 726261*.

Lefort, Fernando. (2003). GOBIERNO CORPORATIVO: ¿QUE ES? Y ¿COMO ANDAMOS POR CASA? *Cuadernos de economía*, 40(120), 207-237. <https://dx.doi.org/10.4067/S0717-68212003012000002>

Lekvall, P., Gilson, R. J., Hansen, J. L., Lønfeldt, C., Airaksinen, M., Berglund, T., ... & Sjöman, E. (2014). The Nordic corporate governance model. *The Nordic Corporate Governance Model, Per Lekvall, ed., SNS Förlag, Stockholm*, 14-12.

Lekvall, Per (2009). The Swedish Corporate Governance Model. In the Handbook of International Corporate Governance. Published by The Institute of Directors. Ver. www.iod.com/hicg

Levine, Ross (2010), The governance of financial regulation reform lessons from the recent crisis, BIS Working Papers No. 329 Monetary and Economic Department, Basel Switzerland. November

Levine, R. (2012). The governance of financial regulation: reform lessons from the recent crisis. *International Review of Finance*, 12(1), 39-56.

Li, J. (1994). Ownership structure and board composition: A multi-country test of agency theory predictions. *Managerial and Decision Economics*, 15(4), 359-368.

López de Silanes, Florencio (2009) Gobierno corporativo y mercados financieros en la OCDE y América Latina: lecciones para los cambios regulatorios después de la crisis financiera. En Núñez G, A Oneto y G. M de Paula, "Gobernanza corporativa y desarrollo de mercados de capitales en América Latina", CEPAL, Mayol Ediciones, Bogotá. Noviembre. pp. 45 a 58 Citar:

http://www.cepal.org/cgi-bin/getProd.asp?xml=/publicaciones/sinsigla/xml/1/37981/P37981.xml&xsl=/tpl/p9f.xsl&base=/publicaciones/top_publicaciones.xsl

Modigliani, F., & Miller, M. H. (1958). The cost of capital, corporation finance and the theory of investment. *The American economic review*, 48(3), 261-297.

De Holan, P. M., & Sanz, L. (2006). Protected by the family? How closely held family firms protect minority shareholders. *Journal of Business Research*, 59(3), 356-359.

Mass, G.F. (2002). An International Comparison of Corporate Governance Models. Series in General Management, No 31: Rotterdam School of Management. April p. 124-143

Margaritis, D. & Psillaki, M. (2010). Capital structure, equity ownership and firm performance. *Journal of Banking & Finance*, 34(3), 621-632.

Martynova, M., & Renneboog, L. (2010). A corporate governance index: convergence and diversity of national corporate governance regulations.

Mayer, C. (1997). Corporate governance, competition, and performance. *Journal of Law and Society*, 24(1), 152-176.

McGee, R. W. (2010). Corporate Governance in Transition and Developing Economies: A Case Study of Peru. Available at SSRN 1665964.

Mendez, M. (2014). Corporate Governance a US/EU Comparison. University of Washington. <http://foster.uw.edu/wp-content/uploads/2014/12/MiguelMendezFinal.pdf>

Miller, D. P., & Puthenpurackal, J. J. (2005). Security fungibility and the cost of capital: Evidence from global bonds. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 40(04), 849-872.

Mizen, P., & Tsoukas, S. (2012). The response of the external finance premium in Asian corporate bond markets to financial characteristics, financial constraints and two financial crises. *Journal of Banking & Finance*, 36(11), 3048-3059. Mintzberg, H. (1989).

Mintzberg on Management. The Free Press, New York

Mintzberg, H. (2009). Managing. Berrett-Koehler Publishers, Inc., San Francisco

Miró Rocalolano, P. (2002). El Teorema de Coase y sus implicaciones según "El problema del Coste Social". *Contribuciones a la economía de La Economía de Mercado, virtudes e inconvenientes*.

Mizen, P., Packer, F., Remolona, E. M., & Tsoukas, S. (2012). Why do firms issue abroad? Lessons from onshore and offshore corporate bond finance in Asian emerging markets.

- Mizen, P., Tsoukalas, J., & Tsoukas, S. (2008). What influences a firm's decision to issue corporate bonds? The role of creditworthiness, reputation and incentives.
- Mizen, P., Tsoukalas, J. D., & Tsoukas, S. (2009). How Does Reputation Influence a Firm's Decision to Issue Corporate Bonds? New Evidence from Initial and Seasoned Public Debt Offerings. *New Evidence from Initial and Seasoned Public Debt Offerings (January 16, 2009)*.
- Montoro, C., & Rojas-Suarez, L. (2012). Credit at times of stress: Latin American lessons from the global financial crisis.
- Myers, S. C. (2001). Capital structure. *The journal of economic perspectives*, 15(2), 81-102.
- Nerantzidis, M., Filos, J., & Lazarides, T. G. (2012). The puzzle of corporate governance definition (s): A content analysis. *Corporate Board: Role, Duties & Composition*, 8(2), 13-23.
- Neumeyer, P. A., & Perri, F. (2005). Business cycles in emerging economies: the role of interest rates. *Journal of monetary Economics*, 52(2), 345-380.
- Núñez, G., & Oneto, A. (2012). Gobernanza corporativa en el Brasil, Colombia y México. *La determinación del riesgo en la emisión de instrumentos de deuda corporativa, Comisión Económica para América Latina y el Caribe, Comisión Económica para América Latina y el Caribe*.
- Núñez, G. & Oneto, A. (2015). Corporate governance in Brazil, Chile, Colombia, Mexico and Peru. The determinants of risk in corporate debt issuance.
- Núñez, G., Oneto, A., & de Paula, G. (2009). *Gobernanza corporativa y desarrollo de mercados de capitales en América Latina*. CEPAL.
- Velloso, H., & Núñez Reyes, G. (2009). El papel de la gobernanza corporativa en la recuperación y desarrollo de los mercados de capital en Estados Unidos. *En: Gobernanza corporativa y desarrollo de mercados de capitales en América Latina. Santiago: CEPAL; Mayol Ediciones, 2009. p. 107-140*.
- Governance, C. (1999). Improving Competitiveness and Access to Capital in Global Markets.
- OCDE (1999) Principios de la OCDE para el gobierno de las sociedades. Organización para la Cooperación y Desarrollo Económico. Paris
- OCDE (2004) "Papel Blanco" sobre Gobierno Corporativo en Latinoamérica, Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económico. Paris
- OCDE (2004) Principios de Gobiernos Corporativos, Organización para la Cooperación y Desarrollo Económico. Paris. <http://www.oecd.org/daf/ca/corporategovernanceprinciples/37191543.pdf>
- OCDE (2011) The Role of Institutional Investors in Promoting Good Corporate Governance, OECD Publishing, Paris
- OCDE (2012) Board Member Nomination and Election, OECD Publishing, Paris http://dx.doi.org/10.1787/9789264179356-en_pag_87-113
- OCDE (2012), "Related Party Transactions and Minority Shareholder Rights", OCDE publishing, Paris, December <http://dx.doi.org/10.1787/9789264168008-en>
- OCDE (2013). Risk Management and Corporate Governance. Directorate for Financial and Enterprise Affairs Corporate Governance Committee. Peer review 6. Paris. December
- OCDE (2014). Corporate Bonds, Bondholders and Corporate Governance. Working Papers No. 16 Paris. September
- OCDE/CFI (2005), "Synthesis Note: Progress Report on Implementation of the White Paper on Corporate Governance in Latin America", Lima, September.

- Odenius, J. (2008). Germany's Corporate Governance Reforms: Has the System Become Flexible Enough?. *IMF Working Papers*, 1-19.
- OECD (2007), Methodology for Assessing the Implementation of OECD Principle of Corporate Governance, OECD Steering Group on Corporate Governance.
- OECD (2009) Corporate Governance and the Financial Crisis: Key Findings and Main Messages. Steering Group on Corporate Governance. OECD Publishing Development, Paris, June
- OECD (2011) Board Practices. Incentives and Governing Risks, OECD Publishing, Paris <http://dx.doi.org/10.1787/9789264113534-en>
- OECD (2011) Strengthening Latin American Corporate Governance: The Role of Institutional Investors, OECD Publishing, Paris. www.oecd.org/publishing/corrigenda
- OECD (2011). Corporate Governance Board Practices Incentives and Governing Risks. OECD Publishing, <http://dx.doi.org/10.1787/9789264113534-en>
- OECD (2012) Corporate Governance Value Creation and Growth. The Bridge between finance and enterprise. OECD Publishing, Paris <http://dx.doi.org/10.1787/9789264179547-en>
- OECD (2012). Board Member Nomination and Election. OECD Publishing. Paris
- OECD (2014). OECD Foreign Bribery Report. An Analysis of the Crime of bribery of Foreign Public Officials. OECD Publishing. Paris <http://dx.doi.org/10.1787/9789264226616-en>
- OECD (2014). Principles of Corporate Governance (Draft). OECD, Paris November
- OECD (2015) G20/OECD Principles of Corporate Governance. OECD, Paris, September <http://dx.doi.org/10.1787/9789264236882-en>
- OECD/World Bank (2009), The legal regulatory and Institutional Framework for Enforcement of Corporate Governance in Latin America: a comparison of Argentina, Brazil, Chile, Colombia, México, Panamá and Peru”, document presented in the 10th conference of Latin America Corporate Governance Roundtable, Santiago de Chile, December.
- Pagano, M., Panetta, F., & Zingales, L. (1998). Why do companies go public? An empirical analysis. *The Journal of Finance*, 53(1), 27-64.
- Pearce, H., Broughel, J., Greene, R. W., McLaughlin, P. A., Verret, J. W., & White, L. J. (2012). *Dodd-Frank: What It Does and Why It's Flawed*. The Mercatus Center at George Mason University.
- Pérez, Galindo, H. (2012). Gobernanza corporativa y determinación de riesgos para la emisión de instrumentos de deuda en el Brasil, Colombia y México: Una propuesta metodológica. En Núñez, G., & Oneto, A. (2012). “Gobernanza corporativa en el Brasil, Colombia y México. *La determinación del riesgo en la emisión de instrumentos de deuda corporativa*”, *Comisión Económica para América Latina y el Caribe, Comisión Económica para América Latina y el Caribe*
- Petra, S. T. (2005). Do outside independent directors strengthen corporate boards?. *Corporate Governance: The international journal of business in society*, 5(1), 55-64.
- Posner, E., & Weyl, E. G. (2013). Quadratic Vote Buying as Efficient Corporate Governance.
- Rajan, R. G., & Zingales, L. (2000). *The governance of the new enterprise* (No. w7958). National Bureau of Economic Research.
- Rivera Godoy, J. A. (2002). Teoría sobre la estructura de capital. *Estudios gerenciales*, 18(84), 31-59.

Rodrigues Bastos, F., Kamil, H., & Sutton, B. (2015). Corporate Financing Trends and Balance Sheet Risks in Latin America.

S&P Dow Jones Indices (2015), Fixed Income 2.0: The Globalization of Bond Markets Spring /Summer. Mc Graw Hill Financial. www.spdji.com/indexology

Shleifer, A., & Vishny, R. W. (1986). Large shareholders and corporate control. *The Journal of Political Economy*, 461-488. <http://www.jstor.org/>

Shleifer, A., & Vishny, R. W. (1997). A survey of corporate governance. *The journal of finance*, 52(2), 737-783. <http://www.jstor.org/page/info/about/policies/terms.jsp>

Shu-Acquaye, F. (2006). Corporate Governance Issues: United States and the European Union. *Hous. J. Int'l L.*, 29, 583. <http://www.hjil.org/articles/hjil-29-3-shu-acquaye.pdf>

Soderquist, L. D. (1977). Toward a More Effective Corporate Board: Reexamining Roles of Outside Directors. *NYUL Rev.*, 52, 1341.

Standard & Poor's (2003) Corporate Governance Evaluations and Scores, Criteria, Methodology and Definitions, S&P, Mc Graw-Hill Companies Inc, New York

Standard & Poor's (2004), Corporate Governance Evaluations & Scores: Interactive and Independent Analysis. February.

Stiglitz, J.E. (2004) The Post Washington Consensus, The Initiative for Policy Dialogue. http://policydialogue.org/files/events/Stiglitz_Post_Washington_Consensus_Paper.pdf

Stiglitz, J. E. (2008). Is there a post-Washington Consensus?. *The Washington Consensus reconsidered: towards a new global governance*, 41-56.

The Economist Intelligence Unit (2015) Growth in an uncertain global environment. The outlook for Latin America. London. www.eiu.com

Thomsen, S. (2016). The Nordic corporate governance model. *Management and Organization Review*, 12(01), 189-204.

Torre, A., S.L. Schmukler (2007). Emerging capital markets and globalization: The Latin American experience. Stanford University Press, California

Tovar, C. E., & Quispe-Agnoli, M. (2008). New financing trends in Latin America: an overview of selected issues and policy challenges. *Economic Review-Federal Reserve Bank of Atlanta*, 93(3), 1.

U.S. Security and Exchange Commission (2002). Study Pursuant to Section 108 (d) of the Sarbane-Oxley Act of 2002 on the Adoption by the United States Financial Reporting System of a Principles-Based Accounting System. <http://www.sec.gov/newa/studies/principlesbasedstand.htm>

U.S. Security and Exchange Commission (2003). SEC adopts Rules on Provisions of Sarbanes-Oxley Act. <http://www.sec.gov/news/press/2003-6.htm>

Ungureanu, M. (2012). Models and practices of corporate governance worldwide. *CES Working Papers*, (3a), 625-635.

Uribe, M., & Yue, V. Z. (2006). Country spreads and emerging countries: Who drives whom?. *Journal of international Economics*, 69(1), 6-36. <http://www.nber.org/papers/w10018>

Velloso, H., & Bustillo, I. (2013). *Debt financing rollercoaster: Latin American and Caribbean access to international bond markets since the debt crisis, 1982-2012*. ECLAC.

- Verbeek, M. (2008). *A guide to modern econometrics*. John Wiley & Sons.
- WASHINGTON, E. (2015). Capital flows to Latin America and the Caribbean: recent developments.
- Weston, J., F. Brigham, & F. Eugene (2004), "Fundamentos da Administração Financeira", 10 ed. São Paulo: Pearson Makron Books.
- Westley, F., & Mintzberg, H. (1989). Visionary leadership and strategic management. *Strategic management journal*, 10(S1), 17-32.
- William, Richard (2016) Marginal Effects for Continuous Variables. University of Notre Dame. <https://www3.nd.edu/~rwilliam/stats3/Margins02.pdf>
- Williamson, J. (2000). What should the World Bank think about the Washington Consensus?. *The World Bank Research Observer*, 15(2), 251-264. <http://www.iie.com/publications/papers/print.cfm?ResearchId=351&doc=pub>
- Williamson, Oliver (2000), The New Institutional Economics: Taking Stock, Looking Ahead, *Journal of Economic Literature*, Vol. 38, No. 3. (Sep., 2000), pp. 595-613
- Wong, S. C. (2009). Uses and Limits of Conventional Corporate Governance Instruments: Analysis and Guidance for Reform (Part One). *Private Sector Opinion*, (14).
- Wong, S. C. (2011). Boards: When best practice isn't enough. *McKinsey Quarterly*, 22.
- Wooldridge, Jeffrey M. (2010) "Econometric Analysis of Cross Section and Data Panel". Second Edition The MIT Press, Cambridge Massachusetts
- World Bank (2014). World Development Index Database, World Bank, 2014
- World Federation of Exchanges <https://www.world-exchanges.org/home/index.php/statistics>
- Yoshimoto, Hisayuki (2008). Binary Choice (Probit and Logit) Models http://hisayoshimoto.bol.ucla.edu/203c/ta_note4_version3_student.pdf
- Young, M. N., Peng, M. W., Ahlstrom, D., Bruton, G. D., & Jiang, Y. (2008). Corporate governance in emerging economies: A review of the principal–principal perspective. *Journal of management studies*, 45(1), 196-220.
- Zingales, L (1998). Corporate Governance. NBER, Working Paper, 6309. Cambridge.
- Zingales, L (1997). The complex set of constraints that shape the ex-post bargaining over the quasi-rents generated in the course of a relationship