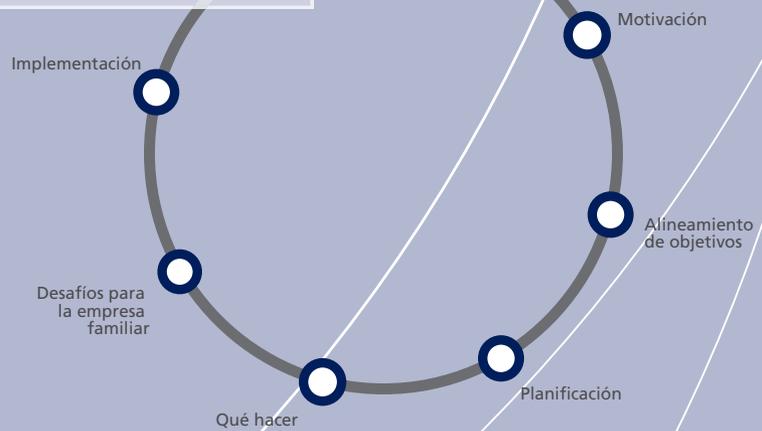


7

LOS BENEFICIOS TANGIBLES DEL BUEN GOBIERNO CORPORATIVO



Capítulo 7

Los beneficios tangibles del buen gobierno corporativo



MENSAJES CLAVE

Las empresas creen en el valor del buen gobierno. Como líderes del gobierno corporativo en América Latina, los miembros del Círculo de Empresas creen firmemente que el buen gobierno ha contribuido considerablemente al éxito de sus empresas y que es fundamental para las buenas perspectivas de negocio a largo plazo.

Los datos empíricos confirman la creencia de las empresas en las ventajas de mejorar el gobierno. Los análisis empíricos realizados para la redacción de este capítulo, concluyeron que los miembros del Círculo de Empresas, que han invertido más en políticas y prácticas de gobierno corporativo, han producido resultados operativos y comerciales sustancialmente mejores que los de otras empresas latinoamericanas. Esto se traduce en mayores niveles de rentabilidad, precios relativos y liquidez en las acciones, y menores costos de capital.

El buen gobierno sirve tanto en épocas de prosperidad como de crisis. Cuando la economía y el mercado crecen, los resultados positivos tangibles del buen gobierno son evidentes. Sin embargo, el buen gobierno corporativo también ayuda a las empresas a capear las graves consecuencias de una recesión económica con mayor equilibrio, tal como demuestran los resultados obtenidos durante la actual crisis financiera global.

Los esfuerzos por medir el desempeño de la empresa y el impacto de las mejoras del gobierno corporativo sobre los resultados han cobrado impulso, desde que el tema empezara a recibir cada vez mayor atención a principios de los noventa.

El debate sobre gobierno corporativo se basa en la premisa de que adoptar buenas prácticas de gobierno tiene una influencia positiva sobre el desempeño de la empresa. Como se señaló en el Capítulo 1, las buenas prácticas de gobierno conllevan varias ventajas. Entre ellas:

- › Mejores procesos de toma de decisiones en los niveles más altos
- › Mejor entorno de control
- › Reducción del costo del capital para las empresas

Para las empresas que cotizan en bolsa, el beneficio del buen gobierno que se menciona más habitualmente, es su efecto sobre el valor de las acciones, la liquidez y la composición de la cartera de inversión. Estos beneficios fueron los principales factores de motivación para los miembros del Círculo de Empresas al embarcarse en el proceso de mejora de las políticas y las prácticas de gobierno.

Este capítulo presenta evidencias de un análisis cuantitativo que identifica los beneficios tangibles obtenidos por los miembros del Círculo de Empresas,⁹⁶ en comparación con la amplia comunidad de entidades latinoamericanas que cotizan en bolsa.

La Sección 1 describe el método general empleado en estos análisis. Las Secciones 2 y 3 explican los resultados con indicadores del desempeño operativo y el de mercado, incluyendo el costo del capital, durante períodos de crecimiento sostenido.

La Sección 4 compara el desempeño de los miembros del Círculo con el de otras empresas latinoamericanas, tras la crisis financiera global de 2008, incluyendo el comportamiento de sus acciones. Analiza la repercusión de una recesión económica sobre empresas con prácticas destacadas de gobierno corporativo.

El capítulo concluye con testimonios personales de los líderes de los miembros del Círculo de Empresas, sobre el valor de sus procesos de implementación de mejores prácticas de gobierno.

1 Enfoque general del análisis comparativo

Los académicos y los expertos en gobierno corporativo llevan tiempo intentando identificar y demostrar empíricamente que existe una relación entre las buenas prácticas de gobierno y el éxito de las empresas. Varios estudios han intentado analizar cómo diferentes características del gobierno afectan la rentabilidad, las fluctuaciones del precio de las acciones, la valoración de una empresa y otros resultados.⁹⁷ Ante la amplitud de evidencias, muchos académicos y profesionales, organizaciones internacionales y grupos activistas, inversores y líderes de organizaciones —incluyendo al Círculo de Empresas—, creen firmemente que el buen gobierno genera beneficios tangibles e influye en el desempeño y los resultados de la empresa.

Al mismo tiempo, no es fácil cuantificar total e inequívocamente la relación entre las buenas prácticas de gobierno corporativo y los resultados específicos del desempeño de la empresa. Algunos ponen en duda la existencia de una relación directa entre el gobierno corporativo y el desempeño, alegando que no existe un marco plenamente aceptado para determinar el modo en que las estructuras y los procesos de gobierno corporativo afectan el desempeño de la empresa. Problemas: cómo definir y medir las mejoras de gobierno corporativo y cómo atribuir el éxito, ya que estas mejoras pueden no ser la única razón del mejor desempeño de una empresa particular.

A pesar de estas dificultades de medición, es importante resaltar que los beneficios del buen gobierno para las empresas y los mercados son reconocidos globalmente. Dicho esto, este análisis observa que, al haber mejorado la calidad de su gobierno corporativo, en los últimos años, los miembros del Círculo de Empresas presentan un mejor desempeño operativo y de mercado que otras entidades latinoamericanas comparables. La comparación realizada sobre la base de varios indicadores, demuestra que el grupo de empresas latinoamericanas que lidera

⁹⁶ El análisis no incluye todas las entidades miembro del Círculo de Empresas. El Grupo Suzano se consideró como dos empresas separadas, Suzano Papel Celulose y Suzano Petroquímica, ya que las dos cotizan en el Mercado de valores por separado — a pesar de que ambas participan del Círculo como una única entidad y de que ambas pertenecen al mismo grupo de control. Tras su adquisición por parte de Petrobras en 2007, la información de Suzano Petroquímica no fue incluida en los datos de 2008. El análisis no incluye a Atlas, que cotizaba en Costa Rica antes de su adquisición en 2008 por parte de Mabe de México, ya que la base de datos Economatica[®] no incluye a las empresas que cotizan en el mercado de valores de Costa Rica.

⁹⁷ Ver Capítulo 1 (página 15): referencia a estudios que identificaron los beneficios de las mejoras del gobierno corporativo en lo relativo al valor de la empresa.

en materia de gobierno corporativo y que posee un firme compromiso para mejorarlo —como parte esencial de su estrategia comercial—, también ha disfrutado de un excelente desempeño financiero y operativo, en relación con la típica empresa latinoamericana.

Como se describe en los seis capítulos anteriores de esta guía, el análisis examina detenidamente un grupo de miembros del Círculo de Empresas que han superado a la media en lo que hace a los recursos y atención dedicados a la mejora de las estructuras y procesos de gobierno corporativo. A su vez, comprueba si dichos miembros registran mejores indicadores de desempeño en relación con un amplio grupo de empresas latinoamericanas comparables.

Aunque los datos no demuestran necesariamente la relación de causalidad entre la mejora del gobierno y el desempeño, sí respaldan firmemente la teoría de los 14 miembros del Círculo de Empresas, basada en su propio análisis, de que la mejora de los niveles de gobierno corporativo ha generado mejores resultados e impresionantes beneficios, financieros y de otro tipo.⁹⁸

1.1 El análisis presenta cinco enfoques

Para demostrar los beneficios tangibles, financieros y económicos de la mejora en las prácticas de gobierno corporativo, se realizó un análisis pragmático y cuantitativo de los miembros del Círculo de Empresas, mediante cinco enfoques diferentes.⁹⁹ Los criterios se dividen en dos amplios grupos, en función de la repercusión del buen gobierno sobre los indicadores operativos y el costo del capital.

GRUPO 1: Indicadores operativos

- › Primer enfoque: comparación de los indicadores contables tradicionales
- › Segundo enfoque: análisis del beneficio económico

GRUPO 2: Costo del capital

- › Tercer enfoque: comparación de los indicadores tradicionales del mercado de valores
- › Cuarto enfoque: análisis de la repercusión que poseen los anuncios de mejoras de gobierno corporativo
- › Quinto enfoque: análisis del rendimiento total de las acciones

La lógica que subyace al uso de diferentes enfoques es clara: confirmar, a través de múltiples métodos, las percepciones de los miembros del Círculo de Empresas, que creen haber mejorado sus resultados tras la implementación de un mejor gobierno corporativo. La diversidad del grupo (en cuanto a nacionalidad, tamaño, sector y estructura de la propiedad) reduce la posibilidad de que las mejoras del desempeño se deban a características específicas como el sector, el tamaño o la ubicación.¹⁰⁰

⁹⁸ Este capítulo no pretende demostrar la existencia de una relación de causalidad entre las mejoras de gobierno corporativo implementadas por los miembros del Círculo y sus notables resultados financieros, operativos y relacionados con el precio de sus acciones. La población del análisis no ha sido elegida al azar y no hubo un control total sobre otros factores susceptibles de haber aportado al desempeño de los miembros del Círculo de Empresas. Sin embargo, algunos de esos factores se analizan y se toman en cuenta más adelante, en este capítulo, al revisar la magnitud de los resultados (Ej. Diferencias entre los países y los sectores representados, el tamaño y el riesgo). Asimismo, para evaluar mejor la pertinencia de los resultados, se examinan las diferencias entre períodos de crecimiento del mercado y períodos de crisis.

⁹⁹ La metodología subyacente a cada enfoque se presenta en el Anexo 5.

¹⁰⁰ Al estudiar un grupo de empresas como las que integran el Círculo, la diversidad es un aspecto interesante. El propósito de las instituciones multilaterales que apoyan la iniciativa del Círculo de Empresas de lograr esta diversidad, era ofrecer un conjunto de experiencias forjadas por distintos contextos y condiciones — permitiendo que el Círculo sirva de punto de referencia a un mayor número de empresas latinoamericanas. Esta condición es adecuada para analizar la relación entre un buen gobierno corporativo y los resultados.

2 Repercusión del gobierno corporativo sobre indicadores operativos

Muchos estudios sostienen que la mejora de las prácticas de gobierno corporativo se traduce en mayor acceso, tanto al capital social como al financiamiento de deuda, lo que reduce el costo del capital.¹⁰¹ Sin embargo, teniendo en cuenta que la mejora del modelo de gobierno puede ayudar a la empresa a adoptar mejores decisiones comerciales y estratégicas, sería razonable pensar que las empresas mejor gobernadas lograrán mejores resultados operativos, como se explica a continuación. Este posible beneficio es importante, ya que se puede aplicar tanto a las empresas que cotizan en bolsa como a las que no lo hacen, mientras que el incremento del valor de las acciones sólo es aplicable a las empresas que cotizantes.

2.1 Comparación de indicadores contables tradicionales

En este primer grupo de análisis, se presentan los resultados de una comparación entre los miembros del Círculo de Empresas y otras entidades latinoamericanas similares. En principio, la comparación parte de indicadores contables tradicionales. El análisis compara determinados indicadores operativos de los miembros del Círculo de Empresas, con el promedio de los indicadores de todas las empresas latinoamericanas que cotizan en bolsa. Para evitar las distorsiones relacionadas con la brevedad de los plazos, el indicador promedio de cada empresa se calculó para un período de tres años (2005–2007).¹⁰²

La idea es comprobar si las empresas con mejores niveles de gobierno corporativo, representadas por los miembros del Círculo de Empresas, obtienen mejores resultados operativos en forma sostenida, en comparación con la empresa media del mercado. Se eligieron seis indicadores comunes y relevantes:

- Dos parámetros de medición para la rentabilidad:
 - + Rentabilidad Financiera ROE (por sus siglas en inglés): utilidad neta/valor contable del patrimonio
 - + Margen EBITDA¹⁰³ (EBITDA/ganancias operativas)
- Una medida de la distribución de dividendos: el Índice de Pagos (dividendo por acción/ganancias por acción)
- Dos parámetros de medición para la solvencia del negocio a corto plazo:
 - + Ratio corriente (activo corriente/pasivo corriente)
 - + Ratio de solvencia (EBIT¹⁰⁴/cargos por intereses)
- Una medida del apalancamiento financiero:
 - + Ratio de deuda (deuda financiera corriente + a largo plazo/ total de activos)

Los resultados obtenidos a partir de la información recopilada entre todos los miembros del Círculo de Empresas y 1.078 empresas latinoamericanas que cotizan en bolsa, se presentan a continuación, en el Cuadro 1.¹⁰⁵

¹⁰¹ Ver Capítulo 1 (página 15): referencia a estudios que identificaron los beneficios de las mejoras de gobierno corporativo respecto de los costos de capital y de valor para la empresa.

¹⁰² Para este análisis se eligió un período relativamente reciente, que abarca la creación del Círculo de Empresas y la implementación de varias mejoras de gobierno corporativo, por parte de sus miembros. Sin embargo, para otros estudios, tratados más adelante en este capítulo, se optó por períodos diferentes que permitieran examinar las posibles fluctuaciones del rendimiento en un período más extenso.

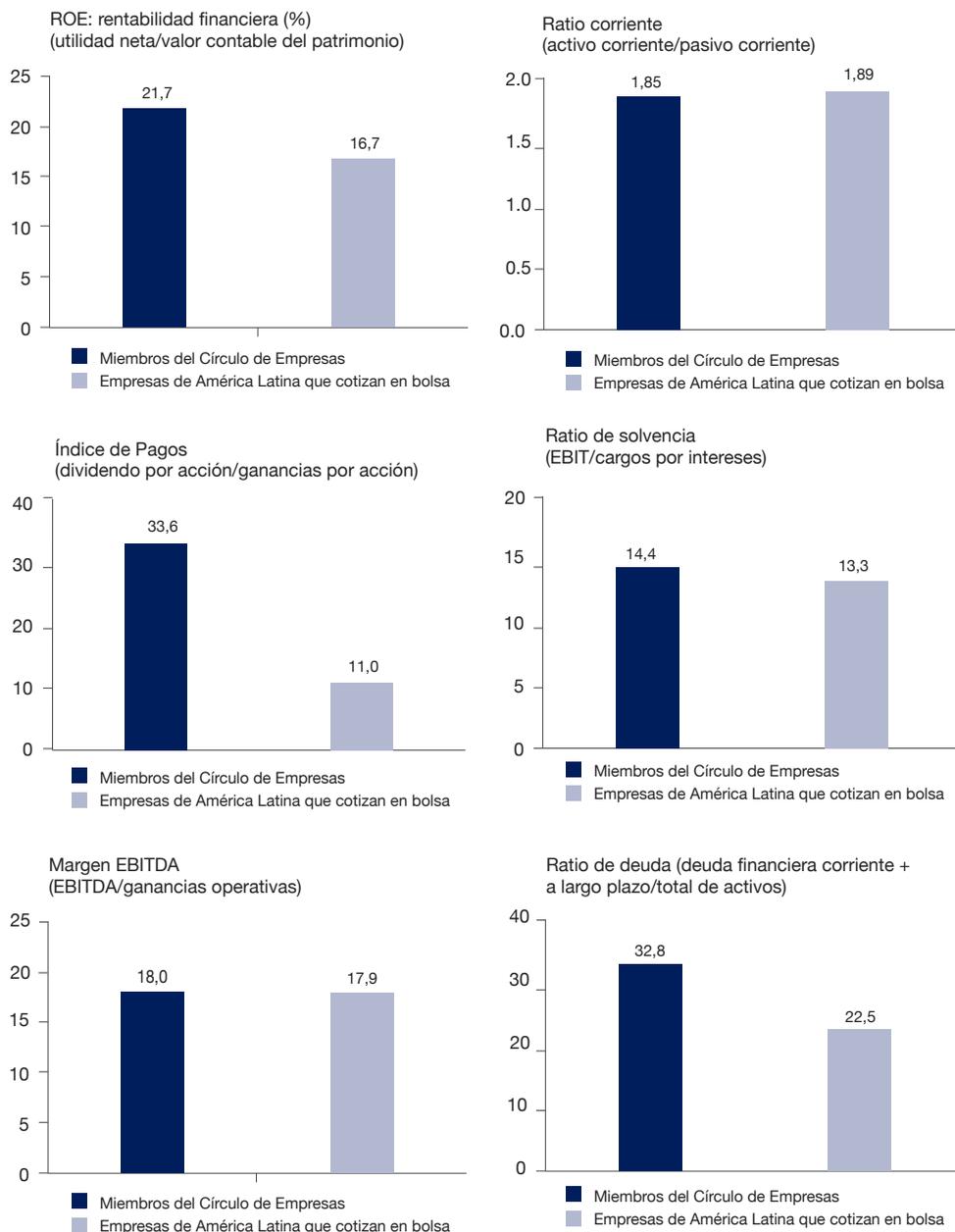
¹⁰³ El EBITDA es la utilidad antes de intereses, impuestos, depreciación y amortización. Es un parámetro de uso común para medir la rentabilidad de una empresa. Algunos analistas también lo utilizan como un parámetro que permite medir el flujo de efectivo generado por una empresa.

¹⁰⁴ El EBIT representa las utilidades antes de intereses e impuestos. Es un parámetro de uso frecuente que mide la capacidad de una empresa para obtener ganancias a partir de las operaciones en curso.

¹⁰⁵ El grupo de comparación está integrado por todas las empresas latinoamericanas que cotizaron sus acciones desde 2005 a 2007. La información se obtuvo de Economatica®, una base de datos electrónica que se centra en las empresas de América Latina. El Anexo 5 proporciona mayor información sobre la metodología utilizada.

Cuadro 1 – Comparación de indicadores operativos seleccionados

Comparación de los miembros del Círculo de Empresas con 1.078 empresas latinoamericanas que cotizan en bolsa, a partir de los resultados promedio de ambos grupos en el período 2005–2007.



De acuerdo con la hipótesis de que el buen gobierno trae recompensas, el Cuadro 1 demuestra que los miembros del Círculo de Empresas obtuvieron mejores resultados operativos en términos de rentabilidad, como indica el ROE, que las demás empresas latinoamericanas analizadas. En concreto en los tres ejercicios entre 2005 y 2007, obtuvieron un ROE promedio de 21,7%, frente al 16,7% correspondiente al resto de las empresas latinoamericanas para el mismo período.

Se destacan dos resultados¹⁰⁶:

- ▶ Como ilustra el cuadro del índice de pago, los miembros del Círculo de Empresas pagaron más dividendos, en términos relativos. Distribuyeron aproximadamente un 34% de beneficios por acción, en comparación con el 11% distribuido por el resto de las empresas latinoamericanas. A pesar de que no está claro que el mayor desembolso de dividendos sea necesariamente más conveniente para los inversores —dado que el mayor rendimiento de dividendos puede estar relacionado con acciones preferidas que restringen los derechos de sus titulares—, muchos inversores prefieren el mayor flujo de efectivo de los dividendos. Además, esto puede aumentar el atractivo de las acciones de la empresa para otros inversores.
- ▶ El apalancamiento financiero de los miembros del Círculo de Empresas es superior al del resto de las empresas latinoamericanas, como demuestra su ratio de deuda del 32,8%, frente al 22,5% del grupo comparable. Al igual que los resultados del índice de pago de dividendos, este indicador puede considerarse positivo: históricamente, las empresas latinoamericanas han estado poco apalancadas, especialmente a largo plazo, debido a la falta de acceso a créditos a largo plazo a un costo razonable. Por lo tanto, se podría argumentar que estos ratios más elevados indican que estas empresas tienen más capacidad de acceso a los mercados de deuda a largo plazo o al financiamiento bancario, con un costo razonable. Sin embargo, las empresas con más apalancamiento pueden enfrentar un mayor riesgo de solvencia, especialmente en momentos de gran inestabilidad del mercado crediticio, ya que dependen de la capacidad de seguir emitiendo deuda o de generar constantes flujos de efectivo para reembolsar la deuda.¹⁰⁷

2.2 Segundo enfoque: el análisis de los beneficios económicos revela resultados positivos

Dado que la adopción de mejores prácticas de gobierno corporativo puede mejorar los procesos de toma de decisiones al más alto nivel y reducir el costo del capital, hay una gran probabilidad de que las empresas mejor gobernadas puedan generar más valor para los accionistas, gracias a sus mejores resultados operativos. Conclusión: los inversores a largo plazo quieren saber cuánto valor económico están creando o destruyendo las empresas en las que invierten.

Un parámetro de medición, especialmente diseñado con ocasión del estudio, para medir el beneficio económico de todas las empresas entre 1995 y 2008,¹⁰⁸ identifica el valor económico creado o destruido por los miembros del Círculo y por las empresas latinoamericanas comparables, en un período más largo. El análisis compara la evolución del beneficio económico anual —una versión simplificada del EVA^{®109}— de los miembros del Círculo de Empresas, con indicadores promedio de las empresas latinoamericanas que cotizaban en bolsa entre 1995 y 2008. Ya que los miembros del Círculo de Empresas mejoraron considerablemente sus prácticas de gobierno corporativo durante ese período, se puede comprobar si, en el mismo lapso temporal,

¹⁰⁶ Para los otros 3 indicadores, el margen del EBITDA y la solvencia a corto plazo (los ratios corriente y de solvencia), existe una pequeña diferencia a favor de las empresas del Círculo —en relación con las demás entidades latinoamericanas analizadas—, pero es insignificante desde el punto de vista estadístico, por lo que se considera que dichos indicadores no permiten extraer conclusiones definitivas sobre el mejor rendimiento del grupo.

¹⁰⁷ Posiblemente, este resultado se deba a que los miembros del Círculo de empresas tienen más posibilidades de acceder a los mercados de bonos y/o a los bancos, más que deberse a mayores dificultades financieras.

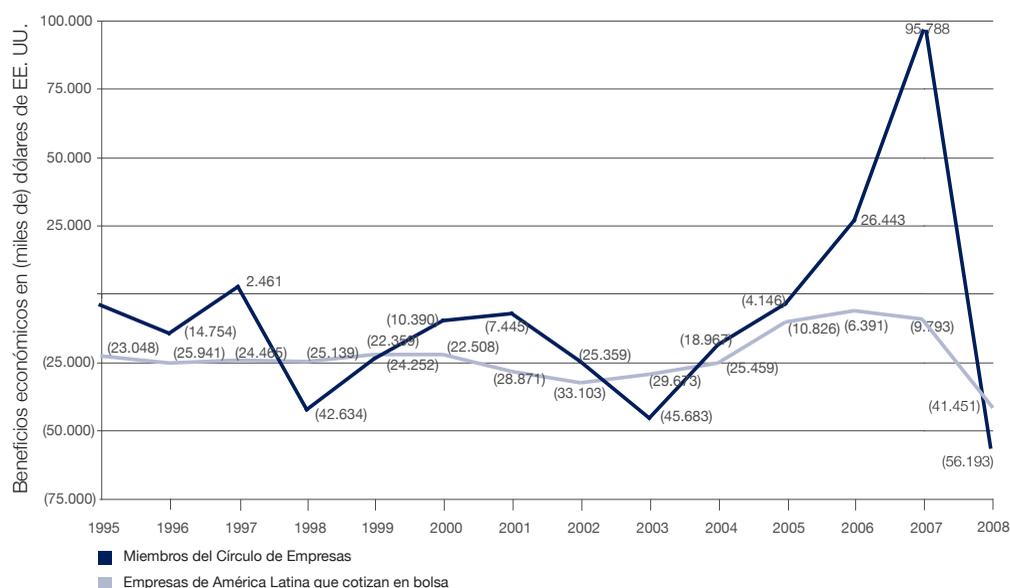
¹⁰⁸ La elección del período responde a dos razones principales: fue el momento en que se implementaron las mejoras de gobierno corporativo de los miembros del Círculo de Empresas y el momento en que la reducción de la inflación permitió un análisis más realista, en especial para la información de Brasil.

¹⁰⁹ Ver Glosario para obtener una definición más completa del EVA[®] (Valor Económico Agregado).

las mejoras se vieron acompañadas por un aumento en la creación de riqueza.¹¹⁰ Los resultados se presentan a continuación, en el Cuadro 2.

Cuadro 2 – Beneficios económicos, 1995–2008

Evolución del beneficio económico anual (una versión simplificada del EVA®) de los miembros del Círculo de Empresas en comparación con 1.078 empresas latinoamericanas que cotizan en bolsa, utilizando los resultados promedio de ambos grupos correspondientes al período 1995–2008.



El costo del capital puede afectar los resultados. El cuadro 2 muestra que las empresas de la región, incluidos los miembros del Círculo de Empresas, registraron un resultado global negativo respecto de la creación de valor, durante el período de diez años de 1995 a 2004. Probablemente, esto se debió al mayor costo del capital en América Latina. Sin embargo, la reducción del costo del capital de los años posteriores, gracias a la relativa estabilidad financiera de la región, parece haber contribuido a un cambio de escenario. Al observar el período 2006–2007, vemos que los miembros del Círculo de Empresas parecen mejor preparados, con una creación de valor agregado de aproximadamente USD122 millones, en comparación con la destrucción global de valor de alrededor de USD16 millones —en el mismo período— del grupo representativo de todas las empresas latinoamericanas. La crisis financiera global de 2008 parece haber afectado a todas las empresas de la región, con un promedio de valor económico destruido de unos USD41 millones, en el caso de las empresas latinoamericanas analizadas; frente al promedio de destrucción de USD56 millones correspondiente a los miembros del Círculo.

La volatilidad aparentemente superior del beneficio económico del Círculo de Empresas, representada por resultados más extremos, tanto positivos como negativos, puede proceder de dos factores: la exclusión de los valores atípicos (valores extremos) del grupo de todas las empresas latinoamericanas, y el hecho de que los miembros del Círculo constituyen un grupo bastante más reducido.

¹¹⁰ Cabe destacar que el indicador de los beneficios económicos posee una ventaja en relación con los ratios contables tradicionales (utilizados en el primer enfoque), ya que toma en cuenta tanto el costo de oportunidad del capital como los fondos aportados por los inversores a la empresa.

En general, el segundo análisis muestra que los miembros del Círculo de Empresas destruyeron menos valor cuando las condiciones macroeconómicas eran más turbulentas en América Latina, hasta 2004; crearon más valor cuando el entorno económico y comercial de la región se estabilizó, durante el auge de 2005 a 2007; y sufrieron una destrucción del valor económico de igual magnitud al de las empresas latinoamericanas comparables, tras la crisis financiera global de 2008.

3 Efectos del gobierno corporativo en los costos del capital

Esta segunda gama de análisis se centra en el elemento crucial de la competitividad de cualquier empresa: el costo del capital. El acceso a capital con menor costo inmediatamente genera dos beneficios: un aumento del valor de mercado de la empresa —y de la situación financiera de los accionistas— y un aumento del número de proyectos factibles para la empresa, ya que disminuye la tasa de rendimiento requerida por la entidad.

3.1 Comparación de indicadores tradicionales del mercado de valores

Esta sección presenta una comparación entre los miembros del Círculo de Empresas y el resto de las entidades latinoamericanas analizadas, partiendo de los indicadores tradicionales del mercado de valores: el tercer enfoque de análisis utilizado. En este caso, se comparan determinados indicadores de los 14 miembros del Círculo de Empresas con indicadores medios de todas las empresas latinoamericanas que cotizan en bolsa. De manera similar al primer enfoque presentado en la Sección 2, el indicador promedio de cada empresa se calcula para un período de tres años, 2005–2007, para evitar las distorsiones que podrían derivar de utilizar un plazo muy reducido.

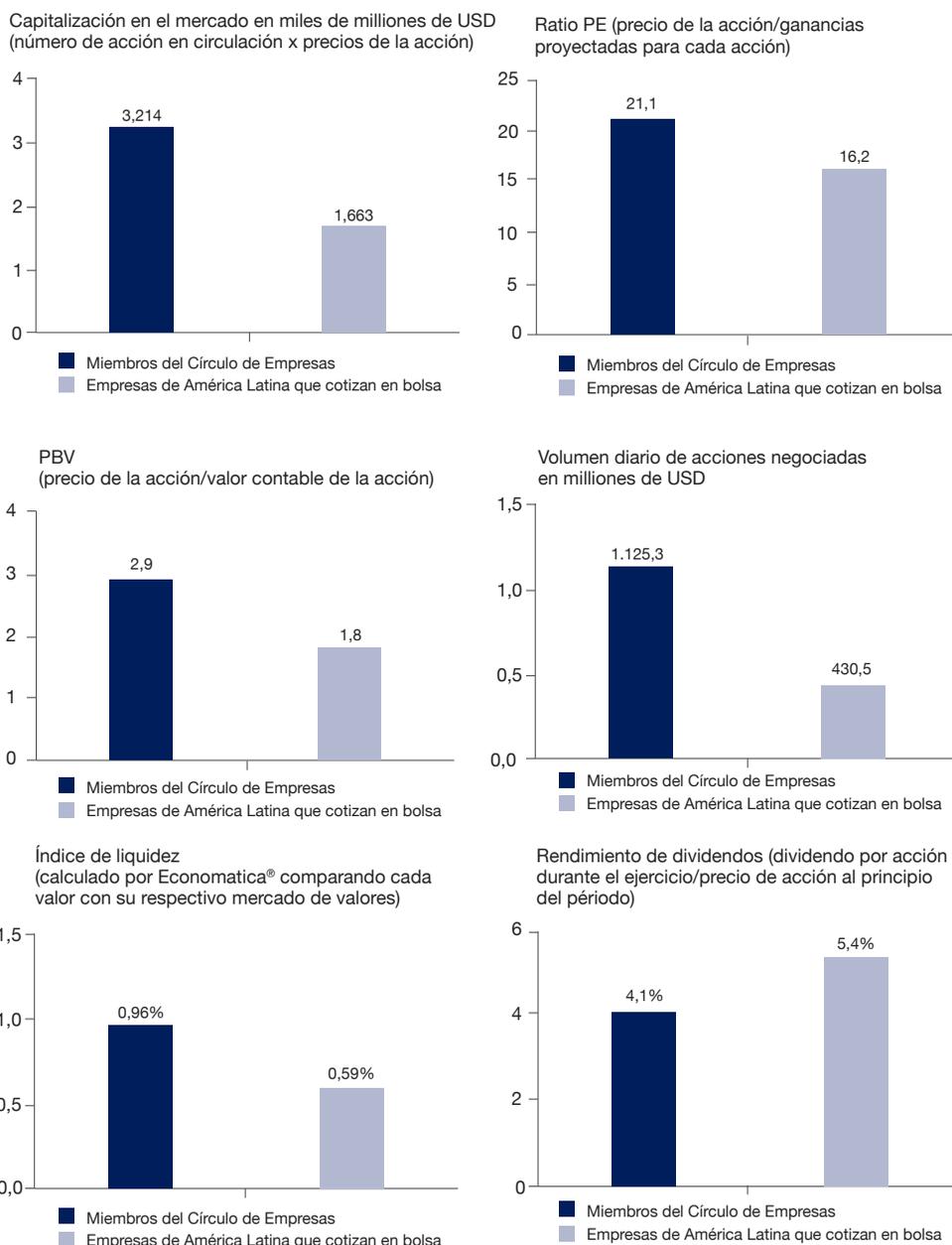
La idea es determinar si las entidades con mejores niveles de gobierno corporativo, como las representadas por los miembros del Círculo de Empresas, registran mejores indicadores del mercado de valores que la empresa latinoamericana promedio. Se eligieron seis indicadores pertinentes y de uso común en el mercado:

- Un parámetro de medición del valor absoluto:
 - + Capitalización en el mercado (número de acciones en circulación x precio de la acción)
- Dos parámetros de medición del valor relativo:
 - + Ratio precio/ganancia (PE, por sus siglas en inglés) (precio de la acción/ganancias proyectadas para cada acción)
 - + Ratio precio/valor contable (PBV, por sus siglas en inglés) (precio de la acción/valor contable de la acción)
- Dos parámetros de medición de la liquidez de las acciones:
 - + Volumen diario de acciones negociadas
 - + Índice de liquidez (calculado por el mercado de valores correspondiente)
- Un parámetro de medición del rendimiento de las acciones calculado exclusivamente en función de los dividendos recibidos en el año:
 - + Rendimiento de dividendos (dividendo por acción durante el ejercicio/precio de acción al principio del período)

Los resultados se presentan en el cuadro 3.

Cuadro 3 – Comparación de los indicadores de mercado seleccionados

Comparación de determinados indicadores de mercado de los miembros del Círculo de Empresas con 1.078 empresas latinoamericanas que cotizan en bolsa, utilizando los resultados promedio de ambos grupos correspondientes al período 2005–2007. Las cifras corresponden al promedio de tres ejercicios de cada grupo.



Los resultados del cuadro 3 subrayan el valor del buen gobierno corporativo: los miembros del Círculo de Empresas obtuvieron indicadores de mercado sustancialmente superiores a los del grupo de todas las empresas latinoamericanas que cotizan en bolsa, en términos de valor relativo y liquidez de las acciones. Dos resultados se destacan:

En promedio, las acciones de los miembros del Círculo de Empresas se negocian con ratios superiores a los de las empresas latinoamericanas, lo que indica una mejor “percepción del valor” por parte de los inversores. En promedio, sus acciones se negocian con un ratio de ganancias por acción de 21, en comparación con alrededor de 16 para el resto de las empresas latinoamericanas. Además, sus acciones se valoran en aproximadamente 2,9 veces su valor contable, en comparación con 1,8 veces para las empresas latinoamericanas comparables. Los resultados muestran claramente que los inversores valoran las acciones de las empresas del Círculo muy por encima de aquellas de las empresas promedio.

Las acciones de los miembros del Círculo de Empresas también tienen mayor liquidez, otro aspecto fundamental considerado por los inversores. Su ratio de liquidez casi duplica al de las demás empresas latinoamericanas.

Interpretación de los resultados del rendimiento de dividendos. El indicador final sobre los rendimientos de dividendos, requiere de mayor análisis: las acciones de los miembros del Círculo de Empresas registran un rendimiento inferior, debido solamente a los dividendos pagados en el período como porcentaje del precio de las acciones.

Cabe destacar que, dado que el rendimiento total de una acción también depende de su apreciación (aumento del precio) —y teniendo en cuenta que, durante ese período, el precio de las acciones de los miembros del Círculo estaba aumentando a un ritmo superior a la media— el rendimiento global para los inversores podría haber sido aún mayor para las empresas del Círculo. Además, algunas empresas ofrecen mayores rendimientos de dividendo por las acciones sin derecho a voto, para compensar el hecho de que dichas acciones otorguen menos derechos a los accionistas. Por lo tanto, en algunos casos, los dividendos más altos pueden tener una correlación inversa con algunos aspectos de la calidad del gobierno corporativo.

3.2 Analizando la repercusión de los anuncios referidos a mejoras en el gobierno corporativo

Cuando las empresas anuncian que han mejorado o se disponen a mejorar sus niveles de gobierno corporativo (cotización cruzada en mercados de valores con requisitos más estrictos, contratación de directores independientes y gerentes profesionales externos a la familia, implementación de medidas de mejora a gran escala del gobierno corporativo, etc.), es lógico esperar que sus negocios funcionen mejor a largo plazo. El resultado: una reacción inmediata y positiva del precio de las acciones tras el anuncio de la buena noticia.

Este cuarto enfoque de análisis sobre las repercusiones del buen gobierno, examina el efecto que tienen los anuncios inesperados de mejoras en el gobierno corporativo sobre el precio de las acciones. Es el estudio de un evento que se basa en los anuncios relevantes de mejoras en el gobierno corporativo de los miembros del Círculo de Empresas.

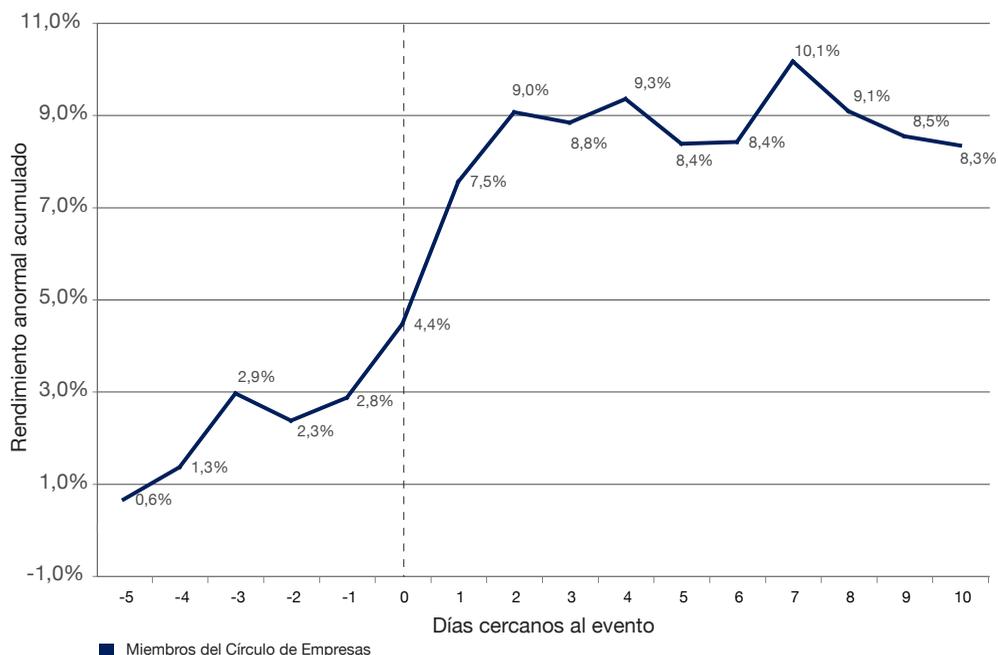
En este caso, la idea es determinar si las empresas obtuvieron rendimientos positivos considerables durante el período posterior al anuncio de mejoras de gobierno corporativo, denominado el “margen del evento”¹¹¹ (*event window*). Probablemente, esta es la medida más clara de la confianza en el efecto real del gobierno corporativo sobre el valor de una empresa.

Para este análisis, se recopiló y se analizó el efecto de 12 anuncios diferentes de cambios (considerados como anuncios de mejoras sustanciales en el gobierno corporativo). El cuadro 4 muestra el resultado global. Para mayor información sobre cada uno de los anuncios, incluyendo su formulación, las fechas y las empresas a quienes corresponden, ver el Anexo 5.

¹¹¹ Se aplicó la metodología para el estudio de eventos desarrollada por Campbell et al (1997), un método ampliamente reconocido y aceptado en el ámbito académico.

Cuadro 4 – Promedio del rendimiento anormal acumulado

Estudio de un evento: repercusión sobre el precio de las acciones de 12 anuncios inesperados de mejoras en las prácticas de gobierno corporativo, realizados por los miembros del Círculo de Empresas.



Reacción positiva del mercado. Al analizar el Cuadro 4, observamos que la reacción del mercado al anuncio de mejoras en el gobierno corporativo es sumamente positiva: en promedio, tras los anuncios en los medios de comunicación, los miembros del Círculo de Empresas experimentan un rendimiento anormal¹¹² de alrededor del 8%. Esto demuestra claramente que el mercado acoge y valora positivamente las mejoras en las prácticas de gobierno corporativo, disponiéndose inmediatamente a pagar un precio mayor por las acciones.



Para tener en cuenta

Al comunicar al mercado las mejoras en su estructura y sus procesos de gobierno corporativo, los miembros del Círculo de Empresas incrementaron su valor de mercado un 8%, aproximadamente.

3.3 La clave: analizar el rendimiento total de las acciones

Este último enfoque analiza el aspecto fundamental para los inversores del mercado de valores: los rendimientos totales de las acciones. En concreto, examina si los miembros del Círculo de Empresas obtienen un mejor rendimiento de sus acciones a largo plazo, en relación con dos

¹¹² El término “anormal” se refiere a la apreciación de la acción correspondiente al período descontado por el rendimiento de mercado y el rendimiento proyectado de las acciones durante esos días.

puntos de referencia: todas las empresas latinoamericanas que cotizan en bolsa y el grupo de empresas latinoamericanas que han emitido certificados estadounidenses de depósitos en custodia (ADR, por sus siglas en inglés) en el mercado de EE. UU.

Para el inversor, es importante determinar si las inversiones de una cartera de empresas con mejores prácticas de gobierno, habrían producido mejores resultados a largo plazo que las de otras carteras. La hipótesis es que es mejor invertir en empresas con mejores prácticas de gobierno corporativo, que otorgan mejores rendimientos anuales por las acciones. Para comprobar esta hipótesis, se crearon dos cuadros que comparan la evolución de los rendimientos anuales compuestos de una cartera hipotética del Círculo de Empresas —ponderados equitativa entre los miembros—, en comparación con los dos puntos de referencia mencionados anteriormente. Los resultados se muestran en los Cuadros 5a y 5b.

Resultados sorprendentes. Los resultados expuestos en los Cuadros 5a y 5b son sorprendentes: si el 31 de diciembre de 1997, una persona hubiese invertido USD1 en una cartera con acciones de todos los miembros del Círculo de Empresas, 11 años después, habría obtenido rendimientos excepcionalmente más altos que si hubiese invertido la misma suma en cualquier otra cartera — incluso tras la crisis financiera global de 2008.

En concreto, una inversión de USD1 en la hipotética “Cartera del Círculo de Empresas” se habría convertido en USD15,45 a fines de 2008 (un rendimiento acumulado del 1.445%). Compare este rendimiento con los USD3,41 obtenidos con una cartera de todas las empresas latinoamericanas y los USD2,32 obtenidos con la cartera compuesta por las empresas que emiten ADR.¹¹³



Para tener en cuenta

En general, si un inversor hubiese comprado acciones de los miembros del Círculo de Empresas el 31 de diciembre de 1997; el 31 de diciembre de 2008, contaría con:

- Una inversión cinco veces superior a otra similar en todas las empresas latinoamericanas
- Una inversión seis veces superior a otra similar en empresas latinoamericanas con ADR en los mercados estadounidenses

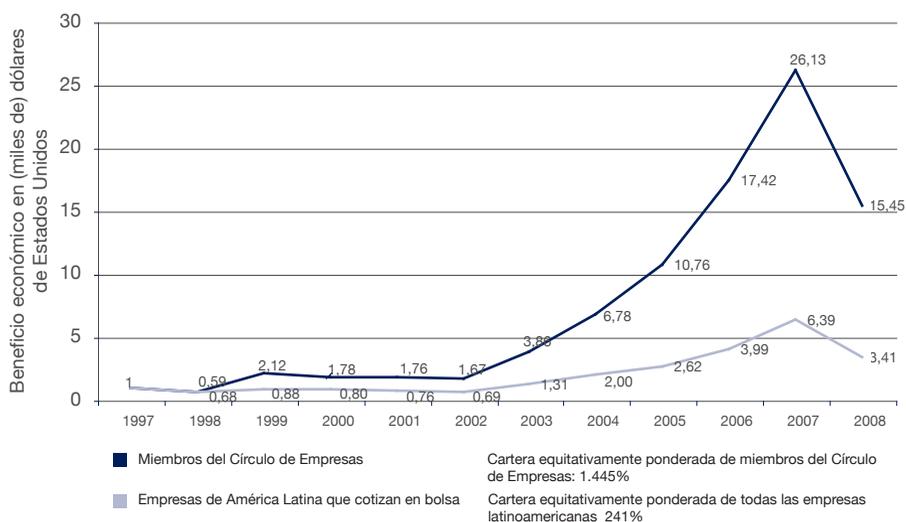
¹¹³ Dado que hubo ciertos años en que las acciones de los miembros del Círculo de Empresas presentaron rendimientos extremos (tanto bajos como altos), se realizaron dos análisis adicionales: uno que excluía las acciones de los miembros del Círculo con los rendimientos más altos y más bajos en cada ejercicio, y otro que excluía a los miembros del Círculo con los rendimientos compuestos más altos y más bajos durante todo el período. En ambos casos, la cartera compuesta por las acciones del Círculo de Empresas generó rendimientos marcadamente superiores. Finalmente, se realizó un análisis del período 2002 y 2008, excluyendo los ejercicios entre 1998–2001, lapso en el que tanto las acciones de los miembros del Círculo como las del resto de las empresas latinoamericanas, registraron varios rendimientos extremos. Una vez más, los resultados fueron casi los mismos.

El crecimiento más lento del valor de las acciones de los emisores de ADR —un grupo de empresas que debe cumplir requerimientos de divulgación de información y gobierno corporativo más estrictos que el promedio de las empresas latinoamericanas que cotizan en bolsa—, puede proceder de que en América Latina, quienes emiten ADR están entre las empresas más grandes y más antiguas de la región. En muchos casos, debieron adoptar prácticas más estrictas antes de la cotización cruzada de sus acciones, por lo que podrían haber obtenido ganancias relacionadas con las mejoras en una fase anterior, con menos posibilidades de ganancias adicionales durante el período analizado.

Por el contrario, los miembros del Círculo de Empresas mejoraron sus niveles de gobierno corporativo durante el período analizado, lo que incluye muchas mejoras que van más allá de los requerimientos para los emisores de ADR en la materia. Ésta puede ser una de las razones del mejor rendimiento de sus acciones, respecto de las de los emisores de ADR. Otra posibilidad es que las empresas que emitieron ADR poseían rendimientos proyectados ex-ante más bajos, ya que se consideraban empresas de menor riesgo. En este caso, un rendimiento absoluto total más bajo no implica necesariamente un rendimiento menor ajustado en función del riesgo. Esta posibilidad se analiza más adelante en este capítulo.

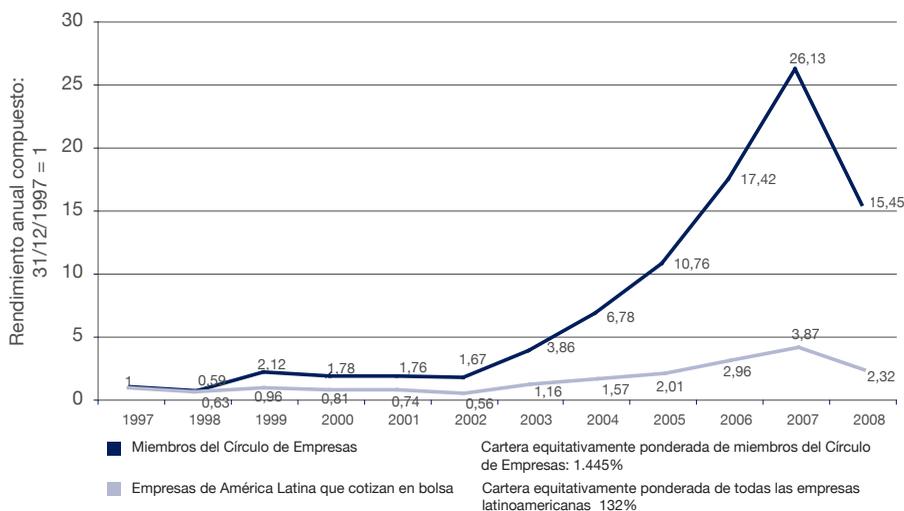
Cuadro 5a — Rendimientos anuales compuestos, 1998–2008

Rendimientos anuales compuestos de los miembros del Círculo de Empresas en comparación con una cartera ponderada equitativamente de 1.073 empresas latinoamericanas que cotizan en bolsa. La comparación abarca el período 1998–2008.



Cuadro 5b — Rendimientos anuales compuestos: 1998–2008 Miembros del Círculo de Empresas vs. empresas latinoamericanas que emiten ADR

Rendimientos anuales compuestos de los miembros del Círculo de Empresas en comparación con una cartera ponderada equitativamente de 113 empresas latinoamericanas emisoras de ADR. La comparación abarca el período 1998–2008.



3.4 ¿Qué tan sólidos son los resultados?

Como se señaló en la primera sección de este capítulo, hay quienes podrían cuestionar la solidez y la aplicabilidad de los resultados: ¿Los miembros del Círculo de Empresas, son suficientemente representativos de las empresas latinoamericanas? ¿Son comparables al amplio grupo de todas las entidades latinoamericanas que cotizan en bolsa?

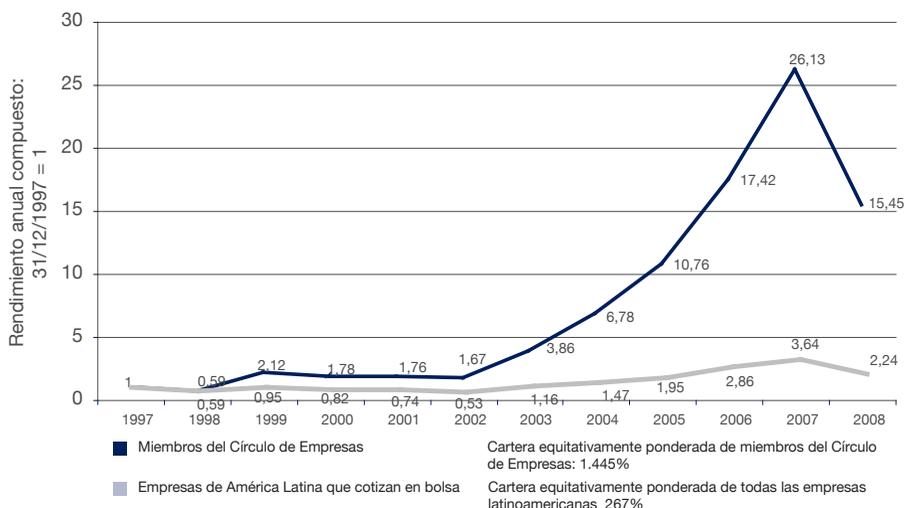
Por ejemplo, teniendo en cuenta que ocho de los 14 miembros del Círculo tienen su sede en Brasil, hay otros factores, como las tendencias económicas y los riesgos particulares del sector y del país, que pueden influir en los rendimientos y los resultados operativos. Con el fin de tener en cuenta dichos factores, se realizó un análisis adicional de la solidez de los resultados. La revisión consideró dos posibles puntos de parcialidad:

- La ponderación de los países en las diferentes carteras
- La falta de consideración de los diversos riesgos asociados con las carteras

Cómo tener en cuenta la ponderación por país. En el análisis de solidez, para todos los ejercicios, un país representado en la cartera del Círculo de Empresas, recibió el mismo peso en la cartera de todas las empresas latinoamericanas. Por ejemplo, en 2005, las empresas brasileñas representaron el 64,3% del total de miembros del Círculo con información disponible. Para el análisis de los datos de 2005, se asignó el mismo peso del 64,3% a las empresas brasileñas en ambas carteras comparativas. El Cuadro 5c presenta los resultados obtenidos tras estos ajustes.

Gráfico 5c. Rendimientos anuales compuestos: Período 1998–2008. Análisis ponderado por país de los miembros del Círculo de Empresas vs. todas las empresas latinoamericanas

Rendimientos anuales compuestos de las acciones de los miembros del Círculo de Empresas en comparación con una cartera ponderada por país de 1.073 empresas latinoamericanas que cotizan en bolsa.



Partiendo de los datos del Cuadro 5c, está claro que los resultados superiores de la cartera compuesta por las acciones de los miembros del Círculo de Empresas, aún se mantienen tras la aplicación de la ponderación equitativa por país a la cartera de todas las empresas latinoamericanas. Los resultados de la comparación con las empresas emisoras de ADR son similares. Esto nos lleva a concluir que los resultados superiores de la cartera del Círculo de Empresas no se deben a variaciones en la ponderación por país.

Ajustes en función del riesgo. Otro factor de sesgo se relaciona con la posibilidad de que cada cartera se asocie a distintos tipos de riesgo. Para los inversores, es crucial evaluar el rendimiento de la inversión en función de los riesgos asumidos. Para ello, la bibliografía financiera ha desarrollado las denominadas medidas de “ajuste en función del riesgo” para el rendimiento de las acciones, que consisten en parámetros de medición de desempeño que permiten comparar valores volátiles con valores más estables y de menor riesgo. Hay tres parámetros de este tipo que son ampliamente utilizados por los profesionales del mercado.¹¹⁴

Los resultados de este análisis indican que, en el período 1998-2008, la cartera de los miembros del Círculo de Empresas registró una media general superior de rendimiento ajustado en función del riesgo, que la cartera de empresas latinoamericanas comparables. Desde un punto de vista cualitativo, los resultados de la comparación con la cartera de emisores de ADR fueron los mismos. Una vez más, se refuerza la idea de que la cartera de los miembros del Círculo de Empresas ha obtenido mejores resultados en el período de 11 años analizado que las carteras comparables.

El análisis del ratio alfa de Jensen, una medida del rendimiento “adicional” que habría obtenido un inversor al invertir en un activo o una cartera determinados, arroja una perspectiva interesante. El valor medio de 17,1% para la cartera del Círculo, indica que, tras descontar el

¹¹⁴ Los 3 ratios utilizados son el Ratio de Sharpe, el Ratio de Treynor Ratio y el Ratio Alfa de Jensen.

rendimiento “justo” que se prevé debería obtener un inversor en función del riesgo asumido al invertir en esa cartera, se ha generado un rendimiento anual “adicional” de aproximadamente 17%. En contraste, el promedio del rendimiento “adicional” generado por la cartera de todas las empresas latinoamericanas, se acerca a cero — i.e. es similar al previsto o justo.

4 Los beneficios del buen gobierno durante la reciente crisis financiera

Las prácticas de buen gobierno sirven para diferenciar el desempeño de las empresas tanto durante las recesiones económicas como en los períodos de auge. Para evaluar esta premisa, esta sección analiza el desempeño de los miembros del Círculo de Empresas en comparación con empresas latinoamericanas similares durante el surgimiento de la actual crisis financiera en 2008.

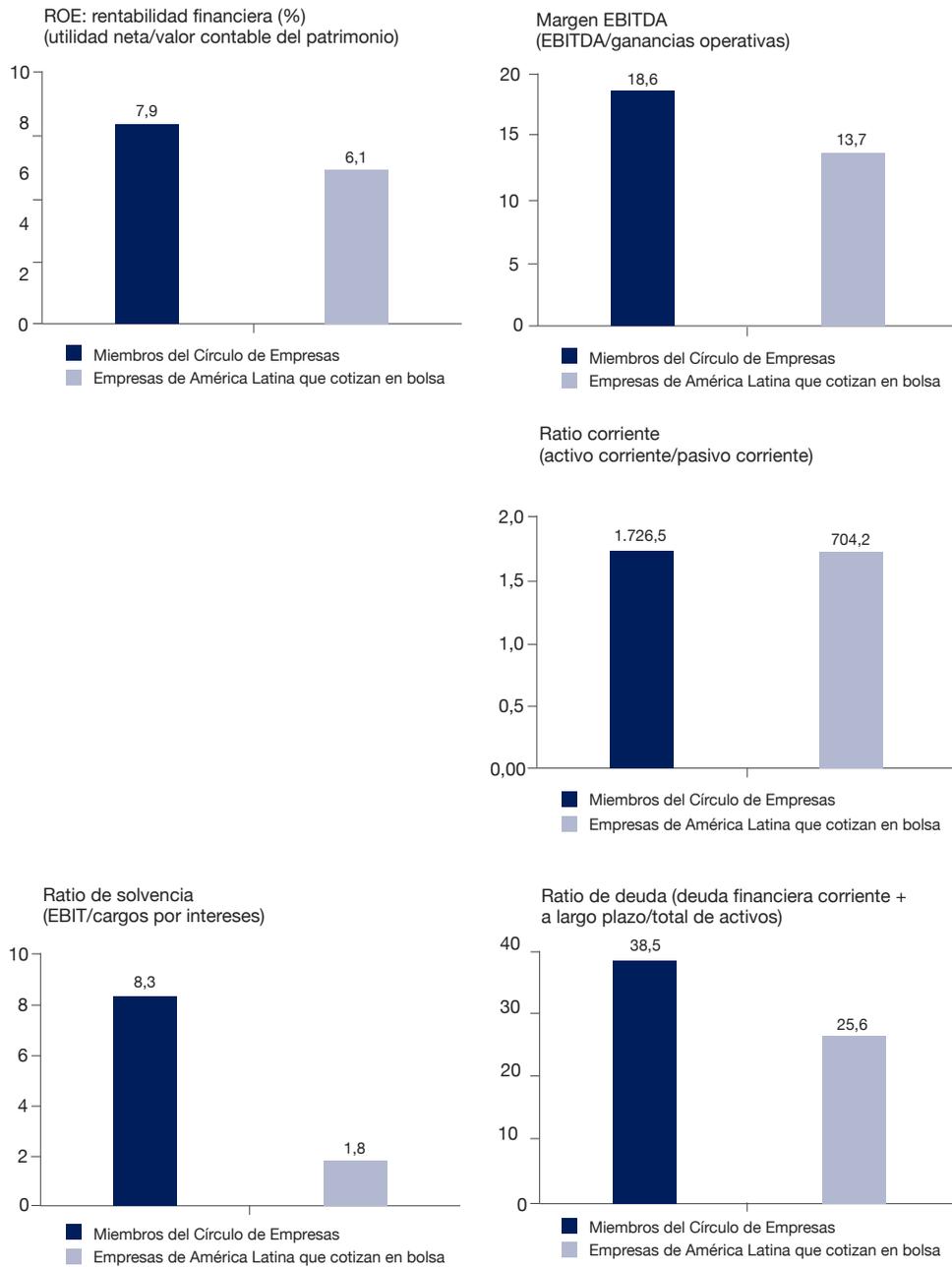
4.1 Comparación de indicadores operativos y de mercado

Para comprobar las ventajas del buen gobierno durante la recesión, hay que empezar por comparar los resultados operativos de los miembros del Círculo con los de empresas latinoamericanas similares al final de 2008. Al igual que en las comparaciones realizadas con el primer y tercer enfoque (Cuadros 1 y 3), se trata de determinar si los resultados de los ejercicios 2005–2007 se mantienen en un período más turbulento.

En los Cuadros 6a y 6b se analizan seis indicadores operativos y de mercado, que revelan un mejor desempeño y una mayor inmunidad a la crisis. El Cuadro 6a muestra los resultados de cinco indicadores operativos seleccionados.¹¹⁵

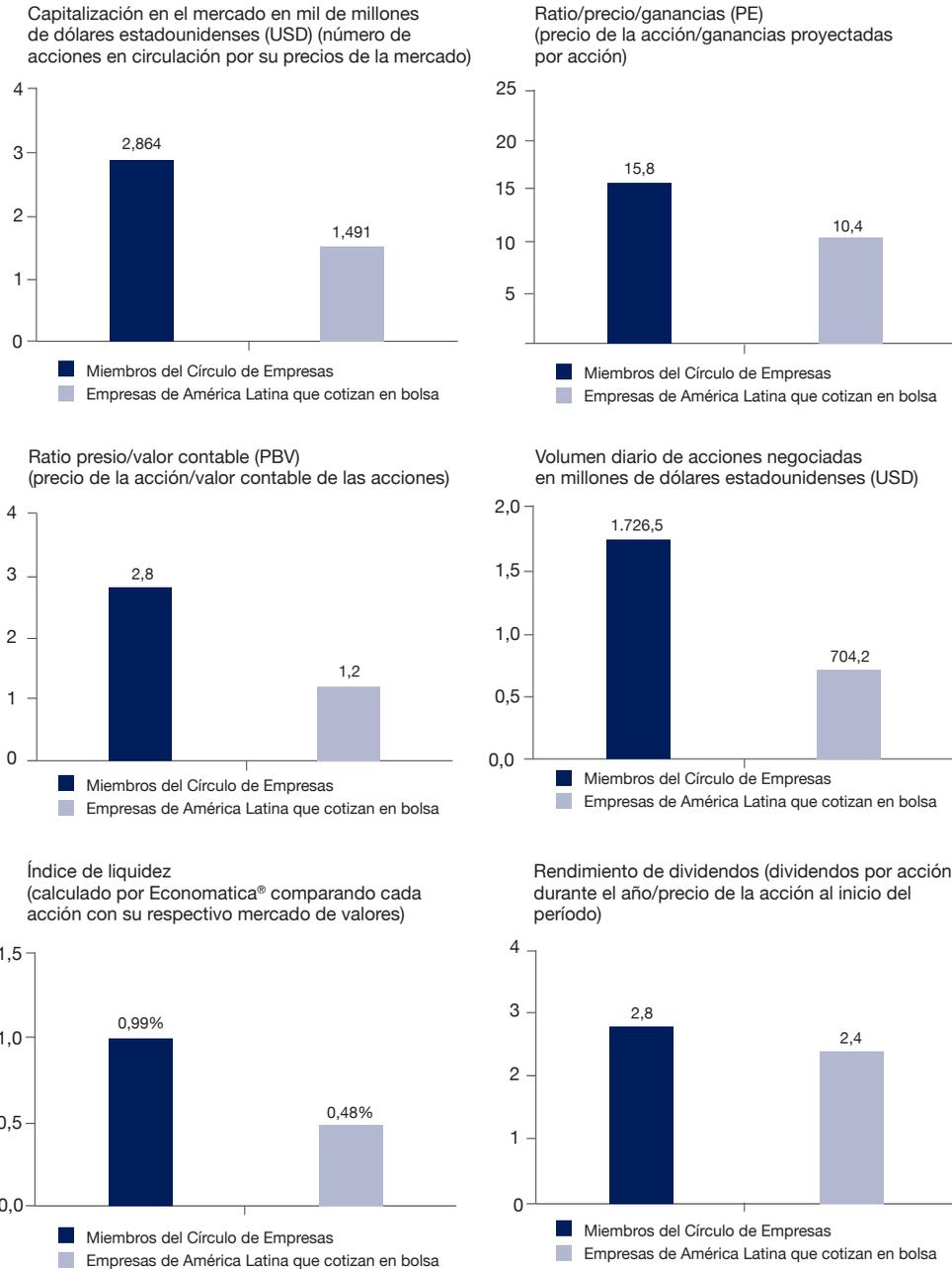
¹¹⁵ No fue posible calcular el índice de pago para el ejercicio 2008, ya que las empresas no pagaron dividendos por acción hasta fines de abril de 2009.

Cuadro 6a — Comparación del desempeño operativo de la cartera del Círculo de Empresas con la de las empresas latinoamericanas, 2008



Cuadro 6b — Comparación del desempeño operativo de la cartera del Círculo de Empresas con la de las empresas latinoamericanas, 2008

Comparación realizada a partir de indicadores de mercado seleccionados entre el Círculo de Empresas y 1.073 empresas latinoamericanas que cotizan en bolsa, utilizando los resultados medios de ambos grupos a fines del 2008.



La información del Cuadro 6a destaca el hecho de que, a pesar del surgimiento de la crisis financiera global en la segunda mitad de 2008, en general, los indicadores que favorecían a los miembros del Círculo en el Cuadro 1 se mantuvieron como en el periodo 2005–2007. Una vez más, los miembros del Círculo registraron una mayor rentabilidad financiera que las empresas latinoamericanas comparables (7,9% en comparación con el 6,1%). También presentaron un mayor rendimiento del EBITDA (18,6% frente al 13,7%) y un mejor ratio de solvencia (8,3 frente a 1,8) — un hecho especialmente significativo, teniendo en cuenta la crisis del 2008. De manera similar a los resultados del Cuadro 1, ambos grupos obtuvieron un ratio corriente similar, mientras que los miembros del Círculo presentan un mayor ratio de deuda.

El Cuadro 6b refuerza la idea de que la crisis financiera global no alteró sustancialmente el panorama general: los indicadores siguen favoreciendo a los miembros del Círculo. Además, en comparación con los resultados del Cuadro 3 para los ejercicios 2005–2007, el grupo del Círculo amplió su ventaja respecto de los ratios de precio/ganancias y precio de la acción/valor contable. Los resultados demuestran que los inversores consideran que, en momentos de crisis, las empresas del Círculo ofrecen un mejor valor que el amplio grupo comparativo. La comparación del rendimiento de dividendos también resulta interesante: los miembros del Círculo de Empresas registraron una reducción significativamente menor del rendimiento de dividendos que el grupo más amplio.

4.2 Analizando la reacción de los miembros del Círculo en el mercado de valores en 2008

Varios investigadores han analizado la relación entre el buen desempeño continuado de las acciones, durante una recesión, y las prácticas de buen gobierno corporativo. La gran mayoría ha confirmado la existencia de esta conexión: las buenas prácticas de gobierno corporativo son un factor determinante para el mejor comportamiento de los valores durante una crisis financiera.¹¹⁶

La investigación también compara el desempeño de los miembros del Círculo con el de todas las empresas latinoamericanas, tras una crisis económica externa. El análisis examina el desempeño de los valores de los miembros del Círculo utilizando dos puntos de referencia:

- La cartera de todas las empresas latinoamericanas que cotizan en bolsa
- La cartera ponderada por país de todas las empresas latinoamericanas

La composición de estas carteras es similar a las desarrolladas para el Cuadro 5c.¹¹⁷ En el Cuadro 6c se muestran los resultados de las tres carteras durante cuatro períodos diferentes: el tercer trimestre de 2008, el cuarto trimestre de 2008, la segunda mitad de 2008 y el ejercicio 2008 completo.

¹¹⁶ BAEK, J-S; KANG, J-K; PARK, K. S. (2004), Corporate Governance and Firm Value: Evidence from the Korean Financial Crisis. *Journal of Financial Economics*, 71, pp. 265–313.

CLAESSENS, S.; DJANKOV, S.; KLAPPER, L. F. (1999, revised 2004), Resolution of Corporate Distress: Evidence from East Asia's Financial Crisis (June 1999). World Bank Policy Research Working paper No. 2133. Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=168530>.

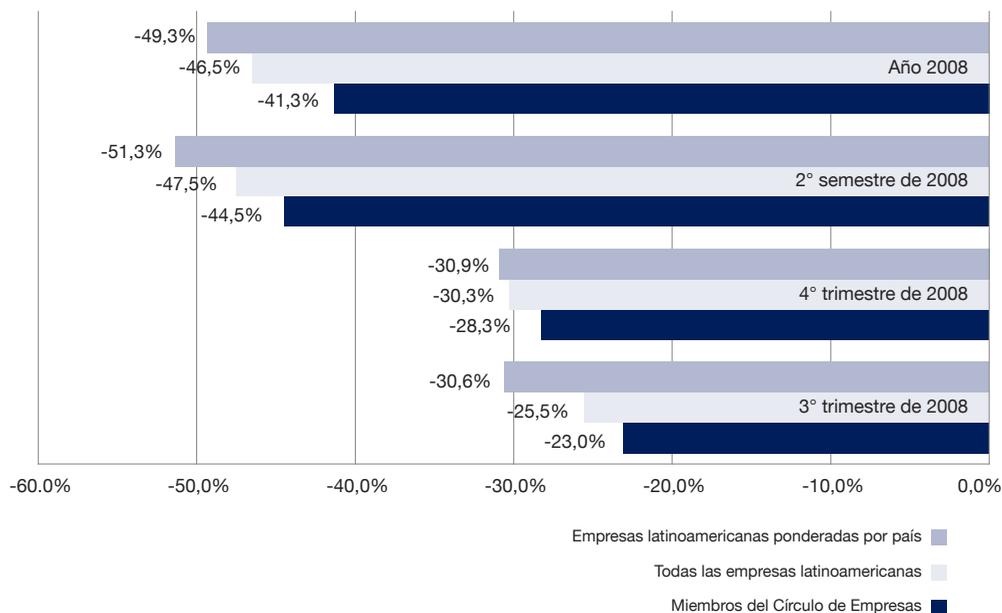
MITTON, T. (2002), A cross-firm analysis of the impact of corporate governance on the East Asian financial crisis. *Journal of Financial Economics*, pp. 64, 2, 215–241.

¹¹⁷ El análisis de la cartera ponderada equitativamente por país es especialmente importante, ya que hubo fluctuaciones en lo relativo al tipo de cambio entre las empresas latinoamericanas. Dado que todos los resultados se presentan en dólares estadounidenses, las acciones de algunas empresas de la región deben haber sufrido menos en lo que hace a su valor en dólares. Por ejemplo, el peso chileno sufrió menos que el real brasileño, lo que tiende a favorecer a las empresas chilenas al evaluar sus rendimientos en dólares estadounidenses. Como el Círculo aún no cuenta con miembros chilenos, este país no ha sido incluido en la ponderación por país, para evitar el potencial de sesgo derivado de las distintas reacciones cambiarias a la crisis financiera de 2008.

El Cuadro 6c muestra que la cartera de los miembros del Círculo sufrió un poco menos que las carteras compuestas por el amplio grupo formado por todas las empresas latinoamericanas. Por ejemplo, el valor en dólares estadounidenses de la cartera del Círculo se redujo un 41,3% en 2008, en comparación con el 49,3% de la cartera ponderada por país de todas las empresas latinoamericanas.¹¹⁸

Cuadro 6c — Reacción del precio de las acciones al surgimiento de la crisis financiera global de 2008

Reacción del mercado de valores a la crisis financiera global de 2008: comparación del rendimiento de las acciones de los miembros del Círculo con el de las carteras ponderadas equitativamente y por país de 1.073 empresas latinoamericanas.



Para ofrecer una comparación más precisa, se realizó un segundo análisis que redefinía el grupo comparativo y el período.

- Se creó un grupo de control de referencia integrado por 13 empresas,¹¹⁹ relativamente similares a las del Círculo de Empresas. Se eligió una empresa del mismo país y sector para cada miembro del Círculo. Las empresas se seleccionaron en función de sus similitudes con los miembros del Círculo respecto de su capitalización de mercado y su rentabilidad operativa.¹²⁰ Ver Anexo 5 para una lista de las entidades incluidas en este grupo de control.
- El lapso temporal denominado “período crítico” se reajustó para cubrir del 1 de septiembre de 2008 —justo antes del colapso de Lehman Brothers y las empresas hipotecarias Fannie Mae y Freddie Mac en Estados Unidos— al 1 de diciembre de 2008 — cuando la Oficina Nacional de Investigación Económica anunció oficialmente que Estados Unidos había entrado en una recesión.

¹¹⁸ Sin embargo, ya que todas las carteras presentan una desviación marcada de los rendimientos en relación con los valores estándar, estos resultados no eran significativos, desde el punto de vista estadístico. Por lo tanto, este análisis, por sí solo, no permite extraer una conclusión definitiva.

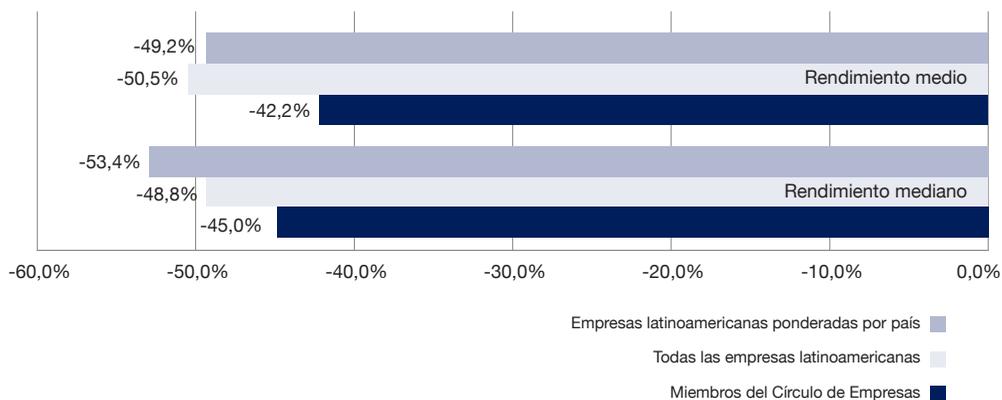
¹¹⁹ Esta cartera de las empresas del Círculo no incluye a Atlas (ver Nota al Pie número 1) ni a Suzano Petroquímica — desde su adquisición en agosto de 2007 por Petrobras (la empresa petrolera nacional de Brasil).

¹²⁰ Debido a restricciones derivadas del número de empresas que cotizan en bolsa en algunos países, no siempre fue posible encontrar una empresa comparable que cotizara en bolsa y que operara en el mismo sector para cada miembro del Círculo. En estos casos, se seleccionaron empresas de tamaños, sectores y entornos similares.

La lógica del análisis es que la comparación entre grupos más afines y en un período de tiempo mejor definido, puede ayudar a distinguir más claramente las reacciones a estos acontecimientos externos. El Cuadro 6d ofrece los resultados medios y medianos de ambos grupos durante este período crítico. Para facilitar la comparación, también se incluyen los rendimientos medios y medianos de los índices oficiales de los mercados de valores de los países en que cotizan las empresas.¹²¹

Cuadro 6d — Reacción del precio de las acciones al surgimiento de la actual crisis financiera global. Análisis del período crítico: del 1 de septiembre de 2008 al 1 de diciembre de 2008

Reacción del mercado de valores a la crisis financiera global en 2008: comparación del rendimiento de las acciones con un grupo de control seleccionado y con el promedio de los índices oficiales del mercado de valores del 1 de septiembre al 1 de diciembre de 2008.



El Cuadro 6d muestra que la cartera de los miembros del Círculo estuvo apenas por debajo del rendimiento del grupo de control y los rendimientos promedio de los índices oficiales del mercado de valores. Por ejemplo, el rendimiento mediano de la cartera de los miembros del Círculo fue del -42,2% durante el período analizado, frente a una caída mediana del -50,5% para la cartera del grupo de control.¹²²

4.3 Características corporativas que favorecen el desempeño de las acciones durante una crisis económica

El tercer análisis aplica la metodología más compleja, empleada en anteriores trabajos académicos, particularmente en el estudio de Baek, Kang y Park (2004) sobre la crisis financiera de los noventa en el Este Asiático. Utiliza una regresión estadística múltiple para evaluar las características corporativas que pueden estar relacionadas con el desempeño relativamente superior de las acciones durante una crisis económica,¹²³ como el tamaño de la empresa, la rentabilidad y el ratio de deuda. En este análisis se incluyeron dos variables relacionadas con el gobierno corporativo:

¹²¹ Los índices utilizados son: IBOVESPA para Brasil, IGVBL para Perú, IGBC para Colombia e IPyC para México. Los resultados fueron ponderados en función del número de empresas de cada país que integra la cartera de los miembros del Círculo.

¹²² Dado que los rendimientos de todas las carteras se desvían significativamente de los valores estándar, estos resultados no son significativos desde un punto de vista estadístico. Por lo tanto, este análisis por sí solo no permite extraer conclusiones definitivas.

¹²³ Los autores argumentan que la ventaja de enfocarse en el período de la crisis, es que permite hacer un análisis no ambiguo del efecto del gobierno corporativo sobre el valor de una empresa. Aplicar un conjunto determinado de parámetros de medición de gobierno corporativo, inmediatamente antes de una crisis externa para explicar los cambios en el valor de una empresa, puede evitar el establecer relaciones de causalidad falaces derivadas del problema de endogeneidad.

- › Pertenencia al grupo del Círculo de Empresas
- › La emisión de ADR de Nivel II o III¹²⁴

¿Por qué analizar estas variables?

Si los resultados son positivos y estadísticamente significativos, existe una prueba clara de que integrar el Círculo y/o la cotización cruzada en un mercado más estricto, son factores que mitigan el deterioro del mercado de valores durante períodos de gran inestabilidad financiera — tras descartar determinadas características corporativas.

Este análisis ofrece resultados claros y bastante interesantes.¹²⁵ En todas las variantes del modelo y los períodos empleados —tras descartar otros posibles factores explicativos—, formar parte del grupo del Círculo de Empresas se asocia con un mejor desempeño de las acciones. Los resultados son estadísticamente significativos, lo que refuerza aún más esta relación. Los resultados se mantienen al introducir la variable de los ADR, que también posee una influencia positiva sobre la reacción del precio de las acciones.

Durante el reciente período de fuertes tensiones en el mercado, el valor de las acciones de los miembros del Círculo de Empresas, disminuyó menos que el de otras empresas de la región.

5 Los miembros del Círculo de Empresas reconocen los beneficios

Mientras que las cifras y los resultados son el respaldo fundamental de los beneficios del buen gobierno, los miembros del Círculo de Empresas señalan que sus esfuerzos han producido una combinación de ganancias reales que se reflejan en las cifras y otras menos concretas y más difíciles de cuantificar. Algunos de estos beneficios se presentan en el Capítulo 1. En esta sección, los miembros aportan más información sobre las ventajas.

- › Un proceso de institucionalización, que permita que la conducción de la empresa no dependa tanto de personas específicas
- › Mayor confianza de la comunidad de inversores
- › Mejor acceso a condiciones de crédito más convenientes, lo que incluye el financiamiento a largo plazo de los bancos de desarrollo
- › Mayor reconocimiento de las partes interesadas, incluyendo instituciones nacionales e internacionales
- › Mayor confianza a la hora de emprender fusiones y adquisiciones, debido al mayor nivel de transparencia
- › Mejora sustancial de los procesos comerciales, incluyendo controles internos y la supervisión del proceso de toma de decisiones

Los miembros del Círculo señalan que, al emprender la mejora de su gobierno corporativo, obtuvieron importantes resultados cualitativos.

Homex

Para **Homex**, las primeras etapas de vida de la empresa incluyeron las mismas dificultades a las que se enfrentan la mayoría de las empresas familiares al empezar a operar. Hoy, el líder de esta

¹²⁴ Las empresas que emiten ADR de Nivel I y II, están sujetas a los requerimientos de la ley Sarbanes-Oxley — es decir, a normas más estrictas de divulgación y control interno.

¹²⁵ El Anexo 5 contiene los resultados completos, incluyendo los detalles metodológicos relacionados con la información y la construcción de variables.

empresa —que se ha convertido en la constructora de viviendas más grande y diversificada de México, con operaciones en 33 ciudades de 21 estados—, señala las ventajas específicas de la adopción de mejores prácticas de gobierno corporativo. Así lo explica Eustaquio de Nicolás, Presidente del Consejo de Administración (Directorio) de Homex:

“Comenzamos nuestro proceso de institucionalización hace diez años. Nuestra iniciativa y las buenas prácticas de gobierno corporativo nos han aportado numerosos beneficios a nivel interno, en Homex, y en relación con nuestras operaciones. También nos han ayudado a ganarnos la confianza de la comunidad de inversionistas (inversores), junto con la de nuestros accionistas y proveedores, y el reconocimiento de varias instituciones nacionales e internacionales.”¹²⁶



—Eustaquio de Nicolás, Homex, Presidente del Consejo de Administración¹²⁷

Suzano

En el caso del **Grupo Suzano**, las mejoras del gobierno corporativo han pasado al nivel estratégico, y los esfuerzos se han visto recompensados, con una notable apreciación de las acciones.

“. . . Desde 2003, la historia del Grupo Suzano es notable en términos de creación de valor. Obviamente, es imposible relacionarla exclusivamente con el gobierno corporativo, pero no puede poner en duda ha sido un elemento fundamental de la estrategia.

A fines de 2007, las acciones de Suzano Papel e Celulose se cotizaban a R\$ 29,00, en comparación con los aproximadamente R\$ 4,24 de principios de 2003, con una apreciación superior al 580% y una liquidez más de 100 veces superior en las transacciones diarias. Financió un plan de expansión a largo plazo que duplicó su capacidad de producción de pulpa y la ha posicionado como un competidor de escala mundial en la industria.

¹²⁶ DIRECTORSHIP (10 de octubre de 2007), <http://www.directorship.com/homex-joins-governance-group>.

¹²⁷ Ver nota a la versión en español al comienzo del libro.

Suzano Petroquímica siguió un camino similar y pasó de una posición de cartera irrelevante a una posición de liderazgo en su segmento comercial, gracias a una serie de adquisiciones, desinversión de activos y un plan coherente en el mercado de capitales. Como consecuencia directa de sus reconocidos niveles de gobierno corporativo, posición en el mercado e importancia de sus activos, la empresa se vendió a Petrobras a finales de 2007 por un valor patrimonial de R\$ 2.700 millones. Esto significa una apreciación de las acciones del 600%, si se compara con el valor de las acciones (R\$ 1,53) de principios de 2002. Los accionistas minoritarios fueron salvaguardados con derechos de acompañamiento (tag-along).

La ejecución de la venta se simplificó y aceleró significativamente debido a la transparencia y las prácticas reconocidas de la empresa. La tarea de escrutinio de la diligencia debida (due diligence) sólo se realizó después del anuncio. Estos asuntos tienen un valor oculto que sólo se puede percibir correctamente como parte del éxito general de la transacción.”

—**João Pinheiro Nogueira Batista**, Suzano Petroquímica,
ex Director Ejecutivo



Reseña Final. La experiencia de los miembros del Círculo les ha enseñado que las empresas que logran enfrentarse mejor a desafíos comerciales complejos son las que han adoptado una actitud de aprendizaje continuo, las que buscan la creación de valor para los accionistas y tienen en cuenta la visión de todas las partes interesadas.

Los miembros del Círculo de Empresas lo invitan a embarcarse en la travesía del gobierno corporativo. Esperan que este libro se convierta en una hoja de ruta que marque el camino a medida que su empresa se aproxime a la implementación de mejores prácticas de gobierno corporativo.