

DESARROLLO PRODUCTIVO

Gobiernos corporativos e inversión extranjera directa en América Latina

Las fusiones y adquisiciones transfronterizas

Carolina Águila Jaramillo
Georgina Núñez Reyes
Marcelo Pereira Dolabella



NACIONES UNIDAS

CEPAL

DESARROLLO PRODUCTIVO

Gobiernos corporativos e inversión extranjera directa en América Latina

Las fusiones y adquisiciones transfronterizas

Marcelo Dolabella
Georgina Núñez
Carolina Águila Jaramillo



NACIONES UNIDAS



Esta publicación fue coordinada por Georgina Núñez Reyes, de la División de Desarrollo Productivo y Empresarial de la Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL).

La coordinadora agradece a Carolina Águila Jaramillo y Marcelo Pereira Dolabella por sus aportes sustantivos, que han sido fundamentales para la elaboración de los distintos capítulos de esta publicación.

Agradece asimismo a Giovanni Stumpo, Jefe de la Unidad de Inversiones y Estrategias Empresariales y a María Cecilia Plottier, Oficial de Asuntos Económicos, ambos de la División de Desarrollo Productivo y Empresarial por sus valiosos comentarios al documento.

Las opiniones expresadas en este documento, que no ha sido sometido a revisión editorial, son de exclusiva responsabilidad de los autores y pueden no coincidir con las de la Organización.

Publicación de las Naciones Unidas

ISSN: 1680-8754 (versión electrónica)

ISSN: 1020-5179 (versión impresa)

LC/TS.2017/41

Distribución: Limitada

Copyright © Naciones Unidas, junio de 2017. Todos los derechos reservados

Impreso en Naciones Unidas, Santiago

S.17-00425

La autorización para reproducir total o parcialmente esta obra debe solicitarse a la Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL), División de Publicaciones y Servicios Web, publicaciones@cepal.org. Los Estados Miembros de las Naciones Unidas y sus instituciones gubernamentales pueden reproducir esta obra sin autorización previa. Solo se les solicita que mencionen la fuente e informen a la CEPAL de tal reproducción.

Índice

Resumen	7
Introducción	9
I. Conflictos de interés en el contexto de fusiones y adquisiciones	11
A. Conflictos de agencia	11
B. Obtención de beneficios privados a través del control.....	13
II. Prácticas de gobiernos corporativos	15
A. Consejo de Administración	17
B. Comités corporativos	19
C. Trato equitativo de los accionistas minoritarios.....	20
D. Transparencia y revelación de datos	22
E. Otros mecanismos de gobiernos corporativos.....	23
III. Abordando el problema desde un enfoque regional	25
A. Gobiernos corporativos y estructura empresarial en América Latina	25
B. Características de las fusiones y adquisiciones (F&A) transfronterizas latinoamericanas.....	32
C. La evaluación de gobiernos corporativos (Indicador CEPAL)	36
D. Estudios de caso	39
1. Grupo Modelo (México) y AB InBev (Bélgica)	39
2. Cía. General de Electricidad (Chile) y Gas Natural Fenosa (España).....	41
3. Quickfood (Argentina), Marfrig (Brasil) y BRF (Brasil).....	42
4. Banco Colpatría (Colombia) y Scotiabank (Canadá).....	44
5. Banco de la Producción S.A. Prodebanco (Ecuador) y Promerica (El Salvador)	46
6. Sociedad Minera La Cima SA (Perú) y Gold Fields (Sudáfrica)	46
IV. Modelo empírico: determinantes del premio pagado	49
A. Revisión Bibliográfica	49
B. Modelo y resultados empíricos	52

V. Conclusión	59
Bibliografía	61
Anexos	63
Anexo 1 Lista de leyes y normas de los países.....	64
Anexo 2 Categorías, estándares y preguntas para el <i>benchmark</i> de gobierno corporativo (GC).....	66
Anexo 3 Indicador de gobierno corporativo (GC) aplicado a las empresas.....	67
Anexo 4 Análisis econométrico.....	85
Serie Desarrollo Productivo: números publicados	96

Cuadros

Cuadro 1 Clase de acciones y derecho a voto.....	26
Cuadro 2 Porcentaje de control en manos de los tres mayores accionistas.....	26
Cuadro 3 Porcentaje de control en manos de los tres mayores accionistas excluyendo subsidiarias.....	27
Cuadro 4 Presidente del consejo de administración y gerente ejecutivo.....	30
Cuadro 5 Propiedad de los miembros de la gerencia y del consejo de administración.....	31
Cuadro 6 Otros indicadores de gobiernos corporativos y responsabilidad empresarial.....	32
Cuadro 7 País de la empresa objetivo en una fusión o adquisición transfronteriza 2005-2015.....	33
Cuadro 8 País de la empresa compradora en fusiones y adquisiciones de 2005-2015.....	34
Cuadro 9 Sectores de las operaciones de F&A de 2005-2015.....	36
Cuadro 10 Estándares de gobiernos corporativos para evaluar las normativas nacionales.....	37
Cuadro 11 Indicador de gobiernos corporativos 2004-2015.....	38
Cuadro 12 Indicador de gobiernos corporativos por estándar 2004-2015.....	39
Cuadro 13 Determinantes del Premio Pagado.....	51
Cuadro 14 Análisis determinantes del premio pagado.....	54
Cuadro 15 Aspectos específicos de la normativa.....	55
Cuadro 16 Determinantes del premio pagado sobre el patrimonio neto: aspectos específicos de la normativa.....	56
Cuadro 17 Determinantes del premio pagado sobre el valor de mercado: aspectos específicos de la normativa.....	57
Cuadro A.1 Grupo Modelo.....	67
Cuadro A.2 AB Inbev.....	72
Cuadro A.3 Cía. General de Electricidad.....	76
Cuadro A.4 Quickfood SA.....	79
Cuadro A.5 Banco Colpatría.....	81
Cuadro A.6 Sociedad Minera La Cima SA / Gold Fields La Cima SA.....	83
Cuadro A.7 Correlación entre las diferentes proxies del premio.....	85
Cuadro A.8 Determinantes del Premio pagado - Patrimonio Neto.....	85
Cuadro A.9 Determinantes del Premio pagado - Valor de Mercado.....	86
Cuadro A10 Identificación de Outliers: Especificación 1.....	88
Cuadro A.11 Identificación de Outliers: Especificación 2.....	89
Cuadro A.12 Identificación de Outliers: Especificación 3.....	89
Cuadro A.13 Identificación de Outliers: Especificación 4.....	89
Cuadro A.14 Determinantes del Premio pagado.....	90
Cuadro A.15 Determinantes del Premio pagado: <i>Rule of Law</i> – Especificación 1.....	91
Cuadro A.16 Determinantes del Premio pagado: <i>Rule of Law</i> – Especificación 2.....	92
Cuadro A.17 Determinantes del Premio pagado: <i>Rule of Law</i> – Especificación 3.....	93
Cuadro A.18 Determinantes del Premio pagado: <i>Rule of Law</i> – Especificación 4.....	94
Cuadro A.19 Determinantes del Premio pagado: Categorías GC.....	95

Gráficos

Gráfico 1	Porcentaje de control en manos de los tres mayores accionistas	27
Gráfico 2	Porcentaje de control en manos de los tres mayores accionistas excluyendo subsidiarias.....	28
Gráfico 3	Tamaño del Consejo.....	29
Gráfico 4	Porcentaje de Consejeros Independientes.....	29
Gráfico 5	América Latina: F&A consideradas IED	33
Gráfico 6	Porcentaje de empresas listadas en F&A en países de América Latina, 2005 - 2015	35
Gráfico 7	Gobierno corporativo del Grupo Modelo y AB Inbev.....	41
Gráfico 8	Gobierno corporativo de la Quickfood S.A.....	43

Recuadros

Recuadro 1	Eficiencia en el mercado de control corporativo	17
------------	---	----

Diagramas

Diagrama 1	Conflictos de Agencia	12
Diagrama 2	Gobiernos corporativos: mecanismo interno, externo en el ámbito de fusiones y adquisiciones (F&A)	16
Diagrama 3	Probabilidad de conflictos y Estructura de Propiedad	24

Resumen

Esta investigación tiene por objeto avanzar en la comprensión sobre la relación entre los gobiernos corporativos y el proceso de fusiones y adquisiciones (F&A) de empresas locales de América Latina. Para el logro del objetivo se precisa analizar la interacción entre las empresas involucradas en este tipo de operaciones y las razones detrás de las decisiones de inversión. Las estructuras de control de propiedad de las empresas de los siete países de América Latina analizados, parecen confirmar la hipótesis de que la propiedad accionaria de las empresas de la región se concentra en pocos accionistas. Esta situación demanda estructuras de gobierno corporativo efectivas que estén dirigidas a resolver los posibles conflictos de intereses entre los grandes accionistas controladores y los accionistas minoritarios. El análisis del marco legal que rige el gobierno corporativo muestra una mejora general en los siete países en los últimos once años. Existe una tendencia a que dichos marcos legales confluyan hacia un mismo esquema de gobierno corporativo. El intento de medir la calidad de la gobernanza de algunas empresas de la región, antes y después de la F&A, apunta a una mejora en la mayoría de los casos. Por otra parte, algunos aspectos específicos de las leyes nacionales parecen influir en el premio pagado por firmas extranjeras en las F&A regionales, clasificadas como IED.

Introducción

Gran parte del bienestar general de una sociedad es determinado por las acciones directas e indirectas de sus empresas, incluyendo respuestas a incentivos impuestos por diversos agentes, como gobiernos, instituciones e individuos. Un gobierno corporativo eficiente disminuye las prácticas corruptas, contrarresta el poder de los agentes (ejecutivos y/o gerentes), genera una mayor coordinación entre las distintas áreas del negocio y se preocupa de proteger los intereses de los inversionistas (internos y externos, privados y estatales) y de los distintos grupos interesados (*stakeholders*), incentivando a estos a pagar más por sus acciones y bonos.

Una decisión empresarial importante se refiere a adquirir o fusionarse con otra(s) empresa(s) del mercado local o de otros mercados. En ese contexto, las prácticas de gobierno corporativo son igualmente importantes para asegurar que esa transacción lleve a la creación de valor para los accionistas (mayoritarios y minoritarios). El objetivo de este trabajo es analizar la relación entre las prácticas de gobiernos corporativos y las fusiones y adquisiciones transfronterizas, y su impacto en la valoración de la F&A. El estudio cubre algunos países de América Latina, en particular: Argentina, Brasil, Chile, Colombia, Ecuador, México y Perú.

Una parte relevante de los flujos de inversión extranjera directa (IED) que se registra en las cuentas nacionales está compuesta por el valor pagado de algunas fusiones y/o adquisiciones transfronterizas. Se realiza entonces un análisis a nivel de firma, donde es posible evaluar la gobernanza de algunas de las empresas involucradas en los procesos de fusiones y adquisiciones registrados en la región en los últimos años. Para ello, las fusiones y adquisiciones se encuadran en el criterio de IED¹, que incluyen operaciones con perspectivas de largo plazo y consolidación en los mercados locales.

Para este fin se presentan datos sobre el mercado de control corporativo en la región, una revisión de los marcos normativos que delimitan las responsabilidades de las partes involucradas en las operaciones de fusiones y adquisiciones, los problemas más comunes en dicho contexto y sus posibles correcciones.

¹ El criterio para clasificar una operación de F&A como IED está de acuerdo con los párrafos 6.8 a 6.24 del *Balance of Payments and International Investment Position Manual - Sixth Edition* (BPM6) del Fondo Monetario Internacional (IMF, 2009). De manera concisa, requiere que la operación sea transfronteriza y que la empresa adquirente compre un mínimo de 10% de la empresa.

El desempeño eficiente y transparente de los procesos decisorios de las empresas, además de ceñirse al marco jurídico vigente, que rige a los gobiernos corporativos, contribuye positivamente al funcionamiento eficiente de los mercados. Por esta razón se presenta también un indicador que pretende medir la calidad de las regulaciones de gobiernos corporativos con un enfoque en fusiones y adquisiciones, así como su evolución en los últimos años en algunos países de la región. El indicador intenta aplicar las prácticas consideradas importantes para el alcance de una buena estructura decisoria en la empresa, dada las características de las operaciones de fusiones y adquisiciones y la estructura empresarial predominante en la región.

En los capítulos I y II, se desarrolla el marco conceptual del análisis propuesto en el documento el cual incluye una descripción de los tipos de problemas que se pueden presentar en el cotidiano de una empresa y su respectiva aplicación en un contexto de fusiones y adquisiciones. Además, el capítulo II aborda el tema de gobierno corporativo presentando mecanismos y prácticas para minimizar los conflictos de interés. El capítulo III busca informar al lector sobre las características de los gobiernos de las empresas en la región, así como algunos hechos estilizados sobre las fusiones y adquisiciones entre 2005 y 2015. El capítulo IV introduce un análisis empírico para observar el impacto de las prácticas de gobierno corporativo en el premio pagado en operaciones de fusiones y adquisiciones en la región. Se concluye en la última sección.

I. Conflictos de interés en el contexto de fusiones y adquisiciones

En un mundo donde existe un mercado perfecto, los factores de producción, como el capital y el trabajo, se mueven libremente para que los agentes sean capaces de usarlos de la manera más eficiente. El proceso de fusiones y adquisiciones juega un papel importante en esa dinámica, permitiendo que los activos corporativos (capital) fluyan hacia la empresa eficientemente. Sin embargo, temas como costos de transacción, asimetrías de información y conflictos de agencia pueden generar un uso ineficiente de dichos factores (Rossi y Volpin, 2004). En teoría, las buenas prácticas de gobiernos corporativos, como por ejemplo, instrumentos de protección a los accionistas minoritarios, requerimiento de un número mínimo de consejeros independientes en el consejo de administración y la transparencia, ayudan justamente a reducir posibles conflictos de interés.

En esta sección se analizan brevemente los problemas de agencia comúnmente observados en la dinámica empresarial y la forma que éstos adoptan en el ámbito de las fusiones y adquisiciones.

A. Conflictos de agencia

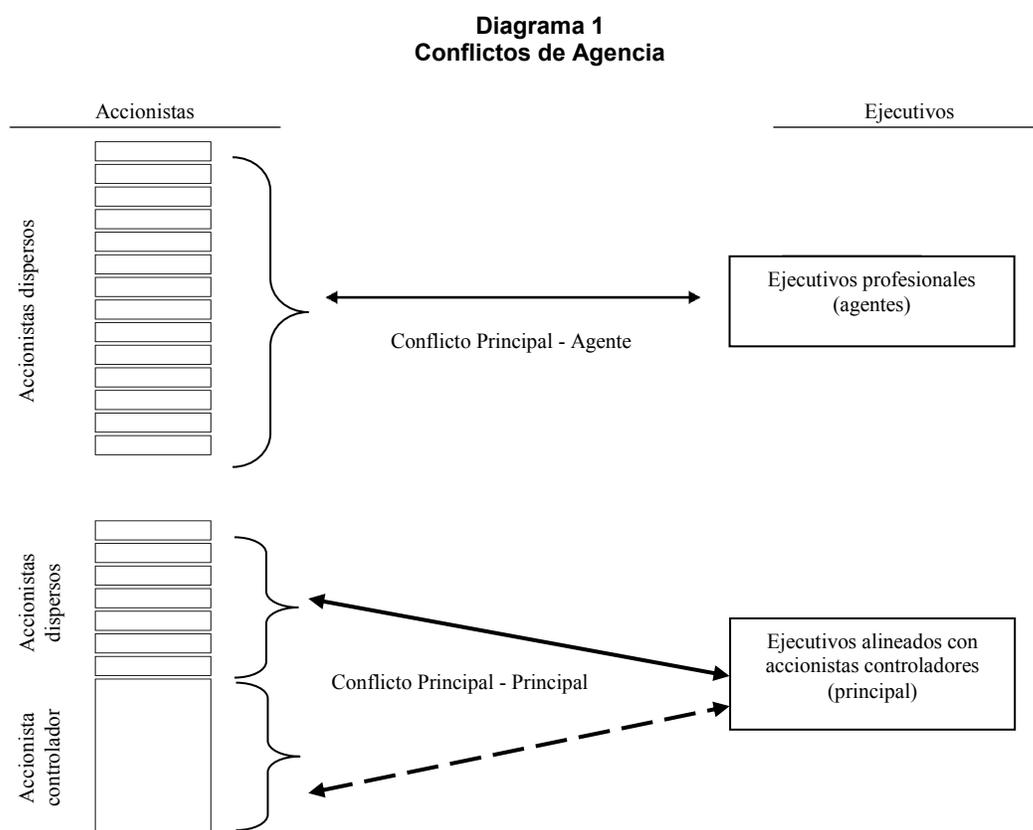
Dos tipos de conflictos de interés se destacan cuando se analiza la dinámica empresarial. El primero es el problema generado por los conflictos entre propietario (principal) y agente (ejecutivos) y el segundo ocurre entre dos categorías de principal, los accionistas controladores y los minoritarios.

El conflicto de interés más frecuentemente documentado en la literatura es el conflicto principal-agente (P-A). Este conflicto de agencia se da cuando los intereses de los accionistas y de los ejecutivos no están alineados. En casos donde los accionistas no están organizados en grupo o no disponen de mecanismos para verificar las acciones de los ejecutivos, estos últimos pueden apropiarse de recursos empresariales o malgastar recursos en proyectos no atractivos. Un ejemplo de esa apropiación puede tomar la forma de una remuneración excesiva o, como describen Shleifer y Vishny (1997), una prolongación del ejecutivo en el cargo cuando este no es el más calificado y competente para ejercer el cargo.

El conflicto principal-principal (P-P) se resume en un conflicto entre dos tipos de principal, los accionistas controladores y los minoritarios. Los controladores logran ejercer influencia en las decisiones

empresariales, lo que no sucede normalmente con los minoritarios por encontrarse dispersos. Este diseño institucional abre la puerta para que los controladores extraigan beneficios privados de su posición de control, por influencia directa en el consejo de administración o en los cargos ejecutivos. La expropiación de valor puede ser legal o ilegal. Young *et al.* (2008) enumeran tres formas de expropiación: (I) la designación de miembros de la familia y amigos, algunos menos calificados para ocupar posiciones clave de la empresa; (II) la compra de insumos y materiales a precios por encima del mercado o la venta de productos y servicios a precios por debajo del mercado, a las organizaciones de propiedad de, o asociados con, los accionistas controladores; y (III) la adopción de estrategias que promuevan agendas personales, familiares o políticas a expensas de los resultados de la empresa, tales como la diversificación excesiva.

El diagrama 1 esquematiza la relación de los dos tipos de conflicto más frecuentes². En la parte superior de la imagen se puede observar un caso donde hay conflicto P-A y en la parte inferior el conflicto P-P. La línea punteada muestra la influencia de los accionistas controladores en la dirección de la empresa. Es importante destacar que en ambos casos no se indica la ocurrencia del conflicto, pero sí una mayor probabilidad de que dicho hecho suceda.



Fuente: Young *et al.* (2008).

² Otro tipo de conflicto de interés potencial, menos común, presente en la literatura, pero que también puede suceder en la dinámica empresarial es entre los accionistas y acreedores. Normalmente los acreedores tienen prioridad en reclamar los activos de una empresa en caso de bancarrota. Si los accionistas o ejecutivos actúan para que esta orden no sea respetada, ello puede llevar a una pérdida de credibilidad y consecuente reducción de financiamiento externo. Martynova y Renneboog (2010) afirman que si el valor de los activos crece con la volatilidad de los flujos de caja futuros, entonces los accionistas pueden maximizar su riqueza aumentando el riesgo del proyecto en que invierten, distribuyendo así la riqueza de los acreedores hacia los accionistas.

B. Obtención de beneficios privados a través del control

En el proceso de toma de decisiones, los conflictos de agencia mencionados en el apartado anterior, crean espacios para una extracción de beneficios privados por parte del agente o por los accionistas mayoritarios que tienen una posición de control. Dyck y Zingales (2004) definen los beneficios privados del control (*private benefits of control*), como aquellos beneficios que algunos accionistas mayoritarios pueden llegar a tener y que no son compartidos con otros accionistas de igual forma. Esto también puede ser extraído por los ejecutivos en detrimento de los accionistas. Ehrhardt y Nowak (2001) caracterizan estos beneficios en categorías pecuniarias y no pecuniarias. La categoría no pecuniaria puede ser ejemplificada por beneficios provenientes del prestigio social y reputación individual que un control de una empresa confiere a los accionistas controladores. Los beneficios privados pecuniarios se dividen en dos categorías a su vez: una, referida a la apropiación directa e ilegal de bienes de la empresa; y la otra, a la dilución del capital de los accionistas minoritarios, donde los controladores no transfieren activos empresariales directamente, y sin embargo disminuyen la riqueza del accionista minoritario, por ejemplo usando recursos corporativos para pagar gratificaciones; o usando información privilegiada (*insider trading*) para la toma de decisiones.

Desde una óptica del mercado de control corporativo, estos problemas de agencia, si no son abordados, pueden llevar a resultados no deseables. Estos resultados pueden ocurrir dentro de la dinámica decisoria de todas las empresas involucradas en la operación, es decir, a nivel de la empresa que adquiere (*Acquirer*), la que es adquirida u objetivo (*Target*), o la empresa vendedora (*Seller*), cuando esta última se hace presente en la operación³. Un ejecutivo de la empresa objetivo o una empresa vendedora con amplio poder decisorio puede aceptar una oferta subvalorada para obtener un beneficio privado de la transacción, como por ejemplo un monto separado en efectivo/acciones o preferencia en contratación de empresas vinculadas al ejecutivo en futuros contratos de la empresa fusionada. De igual manera, un ejecutivo controlador de una empresa objetivo puede rechazar una oferta que crearía valor para los accionistas por correr el riesgo de perder su posición y beneficios en la gerencia. La falta de buenas prácticas para corregir problemas de agencia en la empresa compradora que adquiere puede llevar al ejecutivo a pagar demasiado por una empresa solamente por prestigio social y/o reputación individual. Problemas similares pueden suceder cuando el problema central es el conflicto principal-principal, pero en este caso quien hace la apropiación de los beneficios privados son los accionistas mayoritarios. Un ejemplo sería el caso donde los accionistas mayoritarios de una empresa objetivo, exigen que el comprador pague más por acciones de los controladores que por acciones de accionistas dispersos.

Goergen *et al.* (2005) argumentan que disposiciones específicas de la normativa sobre fusiones y adquisiciones regulan conflictos de interés entre la gerencia y los accionistas de la empresa objetivo y de la compradora. Según estos autores pueden surgir dos problemas de agencia. En primer lugar, las transferencias de control pueden convertir a los accionistas mayoritarios de la empresa adquirida en accionistas minoritarios sin poder de influencia en las decisiones. En segundo lugar, la gestión de la empresa *adquirida* puede verse tentada a poner en práctica medidas de blindaje contra la toma de control (*anti-takeover devices*), para no perder sus beneficios privados del control, incluso si esto choca con los intereses de los accionistas. La normativa de fusiones y adquisiciones debe intentar minimizar dichos conflictos. En particular, un límite al uso de dispositivos contra las tomas de control es considerada una manera eficiente de limitar el comportamiento oportunista de los ejecutivos. Además, la regla de oferta obligatoria (*mandatory-bid rule*) y el requerimiento de una compra de las acciones de los minoritarios (*sell-out right*) proporcionan a los accionistas de la empresa adquirida el derecho de salir de la compañía recibiendo un precio justo por sus acciones.

³ En una operación de F&A se observan dos tipos de operaciones; una donde la empresa que adquiere (*Acquirer*) compra directamente la empresa adquirida (*Target*) y segundo cuando la empresa que adquiere compra la empresa adquirida de otra empresa, la vendedora (*Seller*). Este segundo caso puede ser ejemplificado por una empresa (*Seller*) que vende algún activo, subsidiaria o parte de sus operaciones (*Target*) para otra empresa (*Acquirer*).

Sin entrar en el análisis de si los beneficios privados llevan a una mayor o menor eficiencia, Dyck y Zingales (2004) analizan si es que estos beneficios están correlacionados con un menor nivel de desarrollo del mercado de valores. Ellos muestran que diversas variables institucionales están asociadas de manera aislada con un menor nivel de beneficios privados⁴. Entre ellas están las variables que pueden ser vinculadas al marco legal, como mejores estándares de contabilidad, una mayor protección legal de los accionistas minoritarios y una mejor aplicación de la ley, así como instituciones no jurídicas, por ejemplo una competencia más intensa en el mercado de la empresa adquirida, presión de la opinión pública y un alto índice de cumplimiento tributario. La siguiente sección detalla más dichos mecanismos y estructuras.

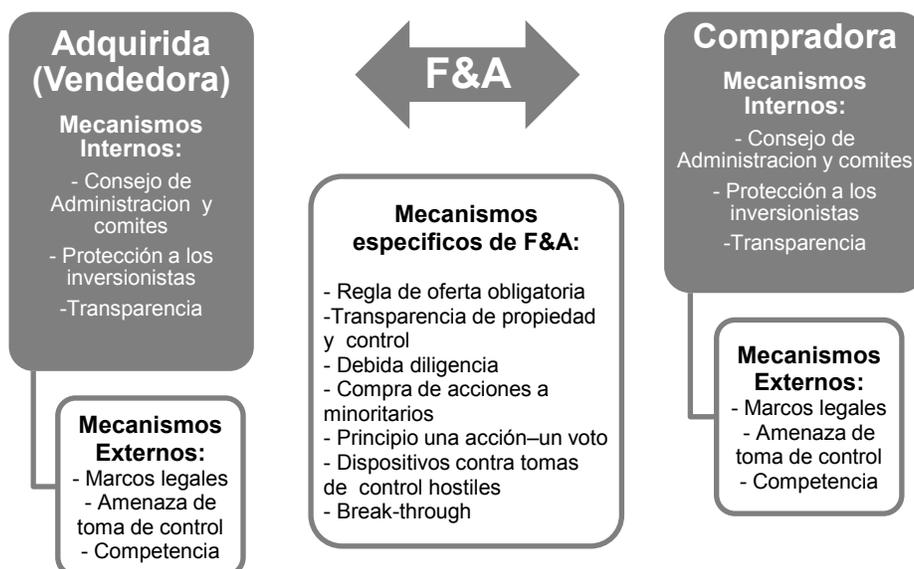
⁴ Como medida de beneficios privados ellos utilizan una medida ajustada del premio sobre el valor de mercado. El premio es medido por la diferencia entre el precio pagado y el precio de mercado. Para mejorar la medición ellos ajustan esa variable por un componente estimado a través de un "modelo de subasta". La variable usada en la sección 5 no es la misma a la adoptada por los diversos filtros que los autores aplican a la variable. Para más detalle mirar la sección I.C y II de Dyck y Zingales (2004).

II. Prácticas de gobiernos corporativos

Los gobiernos corporativos 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). Tradicionalmente el tema de gobierno corporativo abarca prácticas internas y externas a la empresa para transmitir confianza al proveedor de recursos, aumentar la cantidad de recursos disponibles, *ceteris paribus*, y consecuentemente reducir el costo de financiamiento. Los mecanismos internos se concentran en tópicos como estructura del consejo de administración y estructura de propiedad entre otros; mientras los mecanismos externos están relacionados a los marcos legales y la competencia en el mercado de productos de la empresa objetivo entre otros (Denis y McConnell, 2003; Dyck y Zingales, 2004; Young *et al.*, 2008).

Una operación de F&A también puede ser vista como una manera de buscar recursos externos para seguir creciendo. La diferencia es que en dicho contexto, el control decisorio cambia de manos o sufre una escisión. Un análisis estático de la situación *ex ante* a la operación requiere mecanismos que regulen la interacción entre estas dos firmas. Ello abre un espacio para incluir al análisis tradicional de gobierno corporativo, mecanismos específicos que tomen en cuenta la negociación de la operación y no solo el ámbito particular de cada empresa. El diagrama 2 muestra los ámbitos de los mecanismos de gobierno corporativo. Como explican Gregoriou y Renneboog (2007), muchas de las disposiciones de la regulación de tomas de control adoptan funciones de gobierno corporativo, tanto en el caso de una transferencia de control como en términos de gobernanza de la actividad ordinaria de la empresa.

Diagrama 2
Gobiernos corporativos: mecanismo interno, externo en el ámbito de fusiones y adquisiciones (F&A)



Fuente: Elaboración propia.

Definir cuando una operación de F&A es deseable o no para la sociedad y para las propias firmas es una tarea ardua y a veces imposible. En términos generales, este tipo de operaciones podría ser definido como una operación donde la empresa compradora paga un valor justo por la empresa objetivo agregando valor a las dos partes involucradas. Entretanto, debido a la subjetividad de la expresión de valor justo de la empresa objetivo y a la dificultad de medir si una operación agrega valor en diferentes horizontes temporales, ponerse de acuerdo sobre un modelo general sobre el asunto se torna algo extremadamente difícil. Por esa razón, este trabajo se aleja de la tarea de buscar un modelo para analizar la eficiencia de las fusiones y adquisiciones y se esfuerza en listar y analizar las prácticas y mecanismos que llevarían a la creación de valor para la empresa y que minimizan asimetrías de información y problemas de agencia entre las empresas involucradas en una operación de F&A. Para los lectores más interesados el recuadro 1 hace algunas consideraciones sobre la eficiencia involucrando operaciones de fusión y adquisición.

Cuando se analiza la aplicación de prácticas de gobiernos corporativos en el ámbito de las F&A se observan algunos *trade-offs*. (Goergen *et al.*, 2005) Primero, la reducción de los conflictos de agencia y la protección de los accionistas minoritarios llevan a una menor actividad en el mercado de control corporativo. Esto se da por el hecho de que mecanismos de protección a los accionistas y reducción de conflictos de agencia, como por ejemplo el requerimiento de que todas las acciones de la empresa representen un voto, aumentan el costo de la operación de F&A para el comprador. Ello lleva a una distribución del excedente de la F&A del comprador hacia los accionistas minoritarios, haciendo la operación menos atractiva para el comprador. El otro *trade-off* se presenta entre la promoción y expansión de los mercados financieros y el suministro de dispositivos de gobierno corporativo destinados a proteger los derechos de los grupos corporativos. Si los controladores de una empresa de capital cerrado valoran el control, ellos serán reacios a abrir el capital de la empresa. Su renuencia a convertir su empresa en pública dependerá de la distribución de las ganancias de una futura oferta pública de adquisición, que está determinada por la regulación de F&A. Por esta razón, la regulación que reduzca el poder de los accionistas controladores desalienta la apertura de capital.

Recuadro 1 **Eficiencia en el mercado de control corporativo**

Desenmarañar la relación de eficiencia y bienestar social proveniente de una F&A no es tarea fácil. En la literatura no existe consenso sobre el tema debido a una gran cantidad de variables que interactúan para determinar la eficiencia del resultado. Desde una perspectiva clásica, donde no existen fricciones, el agente que oferta el mayor monto por una operación es el mismo agente que utilizará mejor los activos de la empresa adquirida y será el mismo que generará el resultado socialmente óptimo. Miller (2013) argumenta que dos factores invalidan esa línea de raciocinio, una vez que las fricciones son incluidas en el análisis.

En primer lugar, él justifica que empresas compradoras no tomen en cuenta solamente el valor presente de todas las ganancias futuras que esperan tener una vez concretada la negociación para determinar el valor que ofertarán. Otra variable importante que incluye la valoración es su expectativa del estado del mercado en el caso de que la empresa objetivo haya sido adquirida por una competidora. La adquisición de otra empresa puede conducir a menores costos de producción, expansión de su cuota de mercado, mejor calidad de productos y procesos, entre otros. Si la empresa cree que la empresa objetivo será comprada por una de sus competidoras, resultando en una pérdida de cuota de mercado, la empresa incluirá en su oferta por la empresa objetivo la expectativa de cuánto perderá en ventas en ese escenario. Esto puede llevar a premios excesivos pagados por parte de las empresas ofertantes y proyectos con un valor actual neto negativo. Las externalidades generadas son meramente pecuniarias y solo llevan a consecuencias distributivas. De esa forma, no necesariamente la empresa que oferta el mayor valor será la empresa que usará más eficientemente los activos de la empresa objetivo.

Un segundo punto a considerar son las externalidades positivas que pueden surgir de un cambio del control corporativo en un mercado. Economías de escala pueden llevar a precios menores para los consumidores con una mejora en la calidad del producto ofertado (Miller, 2013). Lo que también merece atención es la posibilidad de que la operación de F&A genere mercados más concentrados. Dicho resultado llevaría a una reasignación de parte del excedente de los consumidores para los productores y una pérdida irrecuperable de eficiencia.

Fuente: Elaboración propia en base a Miller, 2013.

Por tanto, se puede concluir que la empresa que valora más la empresa objetivo no necesariamente será la misma que oferte el mayor monto por ella y tampoco será necesariamente la empresa que generará el mayor beneficio para la sociedad. Dicho esto, teóricamente habría espacio para regular el mercado. Sin embargo, Miller (2013) argumenta que tal regulación es una tarea compleja que requeriría de un análisis puntual de cada operación de F&A y que involucraría supuestos imprecisos sobre el estado de los mercados en períodos futuros, lo que aumentaría la incertidumbre sobre el beneficio de la regulación. Por eso él concluye indicando que tal regulación probablemente generaría más costos que beneficios.

En la siguiente sección se presentan las prácticas más comunes de gobierno corporativo y algunos dispositivos específicos para operaciones de fusiones y adquisiciones. Además se explica cómo se espera reducir los conflictos de interés y las asimetrías de información con dichas prácticas.

A. Consejo de Administración

El mecanismo comúnmente utilizado del gobierno corporativo es el consejo de administración (CA) o directorio⁵. De acuerdo con Denis y McConnell (2003) las principales funciones del consejo son: contratar, despedir, monitorear y compensar a los ejecutivos, con el objetivo de maximizar el valor empresarial para los accionistas. Fama y Jensen (1983) describen el proceso decisorio de una empresa en cuatro partes: 1) generación de propuestas para la utilización de recursos y estructuración de los contratos; 2) ratificación de la(s) propuesta(s) a ser implementada(s); 3) ejecución de las decisiones; y 4) medición del desempeño de los agentes de decisión y la aplicación de compensaciones y remuneraciones. De acuerdo con estos autores el consejo de administración debería ser responsable por las tareas 2 y 4, en cuanto a los ejecutivos estarían a cargo de la 1 y 3. Esa organización corporativa debería, en teoría, reducir la probabilidad de conflictos del tipo principal-agente.

⁵ También conocida como directorio o junta directiva. Para referirse a los miembros del consejo se usara, además de ese, los términos consejeros o directores.

Cuando se analiza una operación de F&A, el consejo tiene la función especial de examinar a profundidad los méritos y desventajas. Varottil (2013) expone dos puntos en los cuales el consejo debe fijarse. El primero es el suministro de contribuciones estratégicas, por ejemplo si el negocio está alineado con la estrategia empresarial. El segundo se refiere a la función de monitoreo, donde el consejo debe proveer y evaluar las informaciones recogidas en la debida diligencia, evaluar la valoración de la empresa objetivo, entre otras prácticas.

Goergen *et al.* (2005) listan dos maneras de minimizar los conflictos de principal-agente en una negociación de F&A descritos en la sección anterior. Una sería el traslado al consejo de la decisión de aceptar la oferta, pero dando a los accionistas un poder de veto. El consejo de administración tiene entonces el derecho de negociar con el comprador en nombre de los accionistas. La otra manera sería trasladar a los accionistas la decisión de aceptar una oferta por la empresa objetivo, sacándola de la gestión. De esa manera los ejecutivos sólo podrían influir en la decisión mediante la adopción de medidas que desaliente a los ofertantes a hacer la oferta o que prolongue la concretización de la oferta⁶. Ellos también sugieren que el consejo de administración sea neutro y limite el uso de dispositivos de blindaje, a menos que estos hayan sido aprobados por los accionistas en una asamblea general, y una vez que la oferta haya sido hecha. La OCDE (2015) recomienda que estos dispositivos no sean utilizados para proteger al consejo de administración o a la gerencia de su obligación de rendir cuentas y la búsqueda de la maximización de valor para los accionistas. Para países donde la propiedad y el control están concentrados, Goergen *et al.* (2005) argumentan que si la ley requiere la aprobación de una medida defensiva por la mayoría de los accionistas en el consejo de administración, un accionista controlador puede oponerse fácilmente a cualquier intento de adquisición. Por lo tanto, es importante tener en cuenta las distorsiones de la regla de una-acción-un-voto (ver capítulo II, punto C) a favor de los accionistas minoritarios cuando la adopción de medidas de defensa es sometida a votación.

Sin embargo, el simple hecho de que exista un consejo no garantiza su funcionamiento eficiente, como representante del interés de los accionistas. Para lograrlo se necesitan miembros capacitados y con experiencia, así como una estructura que suministre los incentivos adecuados para un buen funcionamiento del consejo. Ejemplos de esos incentivos serían los mecanismos para la constante evaluación de los consejeros en turno, para la sanción a los mismos en caso de divulgación de información falsa y que proponga la propuesta de personas capacitadas y con experiencia para los cargos en cuestión.

Respecto a la conformación de los consejos, la presencia de ejecutivos (o partes relacionadas a ellos) puede ser una práctica que neutraliza los beneficios de un consejo, aumentando la probabilidad de extracción de beneficios privados por parte de los ejecutivos. Para solucionar este problema es común poner restricciones al número de ejecutivos en el consejo y requerimientos mínimos a la presencia de directores independientes, sin vínculos con la empresa salvo su cargo como consejero. Estos, a su vez, generalmente ocupan cargos en la gerencia de otras empresas y proporcionan experiencia y credibilidad al proceso de toma de decisiones.

El hecho de que más consejeros independientes promuevan los intereses de los accionistas, también está abierto a debate. Algunos autores sostienen que las preocupaciones de reputación y el miedo de sufrir demandas judiciales pueden motivar a los directores independientes a representar a los accionistas. En cambio, otros autores afirman que los directores independientes tienen mayor probabilidad de estar alineados con la alta dirección que con los accionistas, ya que la alta dirección tiene una gran influencia sobre quién se sienta en el consejo (Brickley *et al.*, 1994). Fama y Jensen (1983) consideran que los consejeros independientes no cuentan con la experiencia operacional de los consejeros internos y suelen desconocer la estrategia empresarial, aunque no se tiene evidencia empírica concluyente, los beneficios de la experiencia de los directores externos que pueden generar sobre el control y la gestión, complementa la experiencia operativa de los directores internos sobre los resultados empresariales.

La presencia de consejeros o directores externos e independientes puede ser beneficiosa para el desempeño del directorio, antes, durante y posterior a una F&A. Debido a su experiencia en consejos de otras empresas, ellos pueden transferir mayor conocimiento sobre el mercado de la otra empresa o pueden haber estado relacionados

⁶ Ejemplos de tales acciones serían el intento de hacer que la empresa parezca menos atractiva para el comprador potencial o la emisión de una recomendación a los accionistas de la *target* para que rechacen la oferta.

con la gestión de las empresas que han participado en F&A. Varottil (2013) también destaca que el análisis de una F&A debe tomarse de forma desapasionada. Debido al hecho de que tanto ejecutivos como accionistas tienen interés directo en la transacción, pueden ser pecuniarios o de otro tipo, un consejo compuesto por miembros independientes puede priorizar la función de monitoreo. Empíricamente, Cotter et al. (1997) encuentran que un consejo independiente en la empresa objetivo está relacionado con un mayor premio pagado en ofertas públicas de adquisición (OPA) para empresas listadas en mercados americanos.

El tamaño ideal del consejo de administración es también otro punto sujeto a debate. Este debe variar de acuerdo al tamaño y la complejidad de la empresa y la composición del consejo (porcentaje de independientes). Un consejo de menor tamaño puede estar asociado a decisiones inmediatas pero también con una mayor discrecionalidad de las decisiones. Eisenberg et al. (1998) argumentan que los problemas de comunicación y coordinación aumentan con el tamaño de la empresa y del consejo, reduciendo así la capacidad de la junta directiva de controlar y monitorear a los ejecutivos.

En el ámbito del consejo, el papel del presidente del consejo es importante como mecanismo de gobierno corporativo. Conceder ese poder al gerente general (en inglés, CEO) puede no resolver los problemas de agencia existentes, por eso es importante que el presidente no esté relacionado con el CEO o con partes relacionadas a él. Además, sería ideal que la persona encargada de presidir el consejo sea seleccionado por su experiencia, capacidad y prestigio profesional.

B. Comités corporativos

La creación de comités corporativos es otra solución implementada por muchos consejos de administración para hacer frente a problemas complejos y específicos que enfrentan en su cotidiano, así como también en la decisión de llevar a cabo una operación de F&A. Estos comités permiten un análisis más profundo sobre el tema, reduciendo así la asimetría de información para la toma de decisiones por parte del consejo. Específicamente para el tema de F&A, dos comités son de extrema importancia para establecer procesos eficaces de gestión de riesgos: el comité de auditoría y el de riesgo.

Pérez Galindo (2015) argumenta que el comité de auditoría es responsable de seleccionar y contratar tanto al auditor interno como al externo, quienes responderán directamente ante él. El auditor interno debe también mantener una línea informativa directa con el director general. El comité de auditoría debe, además de manejar la información sobre los diferentes controles implementados en áreas fundamentales y críticas de la empresa y elaborar informes periódicos al respecto, estructurar y monitorear el sistema de control interno de la empresa. Según Anglin et al. (2014), en la toma de decisiones involucrando una posible transacción de F&A, el consejo debe confiar en informaciones, opiniones, informes y declaraciones proporcionadas por los comités corporativos, como el de auditoría. En la empresa compradora, el comité proporcionaría insumos importantes sobre la calidad de los estados financieros de la empresa objetivo, así como informaciones relevantes encontradas en el proceso de debida diligencia. Desde una perspectiva de la empresa objetivo, el comité también juega un papel importante suministrando datos sobre la salud financiera y presentando una amplia imagen del control interno y consecuentemente ayudando al consejo en una toma de decisiones acertada.

Otro comité igualmente importante es el de riesgo. El análisis detallado de los riesgos que enfrenta la estrategia empresarial elegida es una de las atribuciones más importantes del consejo. Por esta razón la creación de un comité especializado en la identificación de riesgos puede ayudar al consejo en la comprensión de los diversos escenarios posibles que la empresa puede enfrentar por medio del suministro de información que ayuden en la toma de decisiones y sobrevivencia de la firma en el largo plazo. Idealmente este comité debería ser presidido por alguien externo a la empresa con profundo conocimiento del mercado y conocedor de distintas metodologías de medición de riesgo. De acuerdo con Pérez Galindo (2015) un buen sistema de control interno para mitigar riesgos tendrá puntos de control, parámetros y estadísticas al respecto. Pero además, deberá incluir una forma de identificar los riesgos operativos no medibles y cómo mitigarlos, es decir, falta de capacitación del personal, funciones con conflictos de interés internos, líneas de autoridad no respetadas y otros. Un comité bien estructurado y eficiente es vital para tener en cuenta los riesgos involucrados en una F&A. Según Boeh (2011), las operaciones de F&A que involucran empresas de distintos países son todavía más complejas y riesgosas. Esto sucede porque estas pueden implicar múltiples

jurisdicciones legales, distintos organismos reguladores, diferentes monedas, culturas, condiciones económicas y requerimientos en los mercados de capitales para la realización de la oferta, potenciando así la asimetría de información. El consejo conjuntamente con un comité de riesgo de las dos empresas debería asesorar este riesgo. En esta etapa es común la contratación de una firma independiente para asesorar una operación de F&A grande y compleja. Además, una empresa compradora que no evalúe bien los riesgos puede estar sujeta a sanciones legales, por ejemplo en áreas como anti-corrupción o ambientales. Por esto es común que las empresas compradoras multinacionales estén cada vez más conscientes de los riesgos del no cumplimiento de legislaciones internacionales⁷ y cuando haya una buena evaluación del riesgo, alejarse de transacciones donde el gobierno corporativo de la empresa objetivo no es transparente desde una perspectiva de la corrupción (Varottil, 2013).

Ambos comités son igualmente importantes. Una empresa que emplea todas las mejores prácticas de auditoría y control interno pero descuida el análisis de riesgo de los negocios de la empresa, incluyendo la decisión de fusionarse o adquirir otra empresa, puede entrar en operaciones que destruyan valor de la empresa. El inverso también es verdad una vez que una empresa que logra detectar bien los riesgos asociados a su operación pero no hace una buena auditoría y un buen control interno puede estar usando insumos equivocados para el análisis de riesgo.

Dado que el análisis de riesgo es distinto a la actividad de auditoría se requiere de expertos para cada una de las áreas de tal manera que queden definidas claramente las funciones. El ideal sería que estos comités sean constituidos separadamente, para que haya más personas dedicadas exclusivamente al análisis independiente de riesgo o auditoría y para evitar que se constituyan comités con muchos miembros. A pesar de considerar esta estructura como la más adecuada, algunas empresas realizan ambas funciones dentro de un mismo comité, como es el caso del comité ejecutivo que forma parte de la estructura del consejo de administración de las empresas en Chile.

C. Trato equitativo de los accionistas minoritarios

El levantamiento de información y análisis de riesgo sobre una posible fusión o adquisición son llevados a cabo por el consejo con la finalidad de orientar e informar mejor a los accionistas en la toma de decisión sobre el tema. En general esta decisión es tomada por la junta general de accionistas. La OCDE (2015) define un principio para abordar el tema del trato igualitario de los accionistas. Entre las recomendaciones están la garantía de acceso a información, así como el derecho de aprobar y participar en decisiones relativas a los cambios fundamentales en la corporación. El documento recomienda la implementación de algunos derechos básicos de los accionistas, argumenta que todos los accionistas de una misma serie de acciones deben tener un trato igualitario, defiende la protección de estos contra acciones abusivas beneficiando a los accionistas controladores así como también la existencia de medios efectivos de reparación de daños, entre otras recomendaciones.

Como ya ha sido expuesto en la segunda sección, aunque se cuente con una estructura del consejo que minimice el conflicto principal-agente, no se puede asegurar que no se produzcan conflictos del tipo principal-principal. Por esta razón, se hace necesario contar con mecanismos y reglas que garanticen a todos los accionistas un trato equitativo, incluyendo minoritarios y extranjeros, así como una reparación por posibles pérdidas que ese trato no equitativo pueda generar.

Es importante que no haya extracción de beneficios privados por aquellos en posición de control debido a una reducción del poder de voto de los grupos minoritarios o dispersos. Para ello se recomienda la existencia de un solo tipo de acción, donde cada una represente el derecho a voto. Una organización de propiedad empresarial donde cada acción no otorga el mismo poder a su poseedor puede generar, por ejemplo, incentivos a un pago mayor de dividendos por las acciones en manos de los controladores en detrimento de los otros accionistas. De acuerdo con Goergen *et al.* (2005), este principio de gobernanza es particularmente importante cuando se analiza una operación potencial de F&A donde la probabilidad de violar los derechos de los minoritarios es mayor. Otro mecanismo existente en algunos países es un dispositivo que permite a un

⁷ En EEUU el *Foreign Corrupt Practices Act* (FCPA) y en el Reino Unido el *Bribery Act*.

accionista, que ha acumulado una determinada cantidad de acciones con derecho a voto limitado, romper con los acuerdos de voto existente de la compañía y ejercer el control (regla de neutralización o *break-through rule*). Por ejemplo, un bloque adquirido que consiste en una mayoría de acciones sin derecho a voto se puede convertir en una mayoría votante por medio de la regla de *break-through*⁸.

Los conflictos de principal-principal también pueden suceder en el ámbito de la junta general de accionistas donde en general se abordan temas como la elección del CA, la aprobación de cuentas, la finalidad de las ganancias (inversión o dividendos) entre otros. Muchas veces los inversionistas minoritarios no están disponibles en la ciudad y en la fecha en que se lleva a cabo la junta de accionistas, y debido a la baja participación la empresa no asume los costos de asistir a la reunión y ejercer su derecho de voto. Una manera de solucionar este problema es otorgando la posibilidad de voto seguro a distancia a todos los accionistas. Si existe la posibilidad de voto por correo o por una plataforma online, esto reduce la probabilidad de conflictos de interés entre los dos tipos de accionistas. Schleifer y Vishny (1997) argumentan que la votación presencial prácticamente garantiza la ausencia en la votación por parte de los pequeños accionistas.

De la misma manera estos mecanismos no controlan el hecho que accionistas mayoritarios pueden usar su posición de influencia para imponer una práctica que les beneficie a costa de los accionistas menos organizados. La OECD (2015) plantea que además de la divulgación de información empresarial importante a los accionistas, una clave para proteger a los accionistas minoritarios es el deber de lealtad (*duty of loyalty*) por parte de los miembros del consejo frente a la empresa y a todos los accionistas. De hecho, el abuso a los accionistas minoritarios es mucho mayor en aquellos países donde el marco legal y regulatorio es débil en este sentido. También se recomienda el uso de los derechos de suscripción preferencial (*pre-emptive rights*), mecanismo que garantiza a los accionista el derecho de comprar acciones adicionales en eventuales emisiones de acciones. Este derecho impide la dilución de capital de algunos accionistas vía la emisión de más acciones.

Diferentes legislaciones han buscado, a través de maneras variadas, incluir a los accionistas minoritarios en las decisiones importantes y consecuentemente hacer que ellos monitoreen las acciones de los controladores y demanden el respeto de sus derechos. Una manera es la posibilidad de los minoritarios con un determinado porcentaje de acciones de nombrar a alguien que los represente en el consejo. Con una silla en el consejo, los minoritarios tendrían la fuerza contra decisiones que no los beneficia. Otros mecanismos son el requerimiento de un quórum mínimo en la junta de accionistas, así como el requerimiento de una cierta mayoría presente para la toma de decisiones importantes. Así mismo el porcentaje de control que un accionista necesita para tener la posibilidad de convocar a una asamblea extraordinaria. Cuanto menor este porcentaje, mayor la fuerza de los minoritarios en las decisiones corporativas. Es importante notar que estos mecanismos representan un esfuerzo para reducir conflictos principal-principal, pero no garantizan una menor probabilidad de ocurrencia.

Otra forma de intentar reducir la extracción de beneficios privados por parte de los controladores en negocios de F&A es el requerimiento de una oferta obligatoria (*mandatory-bid rule*) a los accionistas minoritarios por parte de un comprador que haya acumulado un cierto porcentaje de acciones. La norma requiere que la empresa compradora haga una oferta de adquisición para todos los accionistas una vez que se haya acumulado un cierto porcentaje de las acciones. Esto proporciona protección a los minoritarios y da la oportunidad de salir de la empresa en condiciones justas. Por ejemplo, si el porcentaje cambia de 50% a 30%, los minoritarios estarían más protegidos. Otro requerimiento sería la exigencia de oferta de un valor igual al pagado por las acciones ya adquiridas o igual para todo tipo de acciones que puedan existir. Lo anterior impide una oferta superior por parte del comprador por las acciones que representen control y una oferta inferior por otro tipo de acciones. Esa práctica es conocida como *tag-along* y es más relevante en jurisdicciones donde es permitida la existencia de dos o más tipos de acciones.

Por último, un mecanismo que protege a los minoritarios en el caso de una F&A es su derecho a obligar a la empresa que adquiere un porcentaje superior a un límite de acciones comprarlas a un precio justo. Este dispositivo es conocido como *sell-out rule*. Contrariamente, ante la oposición de algunos minoritarios a vender sus acciones e imponer barreras a cierre de capital por un comprador, el *squeeze-out rule* (oferta forzosa de acciones) da al accionista controlador el derecho a obligar a los accionistas minoritarios a vender sus acciones

⁸ Para un mayor detalle sobre las ventajas y desventajas del mecanismo de *break-through* ver Goergen *et al.* (2005).

a un precio igual o inferior al precio de la oferta anterior. La regla de *squeeze-out* sólo se activa si el comprador ha adquirido un porcentaje específico de las acciones, normalmente el 90 por ciento. Aunque la regla de *squeeze-out* es vista como una disposición contraria a la regla de *sell-out*, las dos reglas se utilizan conjuntamente en algunas jurisdicciones (Goergen *et al.*, 2005).

D. Transparencia y revelación de datos

La transparencia en las distintas relaciones entre las partes asociadas a la empresa es otro mecanismo que ayuda a combatir malas prácticas y reducir conflictos de interés, principal-agente y principal-principal. Los niveles de información que las empresas tienen que reportar dependen de ciertas características de la empresa, como por ejemplo si están listadas en un mercado o no, si están bajo la regulación de algún órgano que le demanda la revelación de datos, entre otros. Sin embargo no se exige revelar información sensible de la empresa, que pueda poner en riesgo la posición de la empresa en el mercado y su subsecuente sobrevivencia.

Fallas en las prácticas de transparencia y divulgación pueden ser la fuente de un comportamiento poco ético y una pérdida de integridad del mercado lo que representa costos elevados para la empresa, sus accionistas y para la economía en su conjunto. La divulgación de información ayuda al público a comprender mejor la estructura y actividades de las empresas, las políticas corporativas y el desempeño respecto al medio ambiente, los estándares éticos, y las relaciones con el entorno de la empresa (OECD, 2015).

Por esta razón, las legislaciones de muchos países basan sus requerimientos de revelación de información en lo que definen como información material: la información razonable que un inversor consideraría importante para tomar una decisión de inversión o de voto. En términos más específicos, estas informaciones abarcan tópicos como: los resultados financieros y operacionales, objetivos empresariales (no solo comerciales, sino también de ética empresarial, ambiental y social entre otros), estructura de propiedad y derechos de los accionistas, remuneración, selección y calificaciones de consejeros y ejecutivos, los detalles de una operación con partes relacionadas, los factores de riesgo previsible, cuestiones relativas a los empleados y otras partes interesadas y la estructura de gobierno corporativo (OCDE, 2015).

Dyck y Zingales (2004) muestran empíricamente una relación negativa entre la estimación de beneficios privados del control y la calidad de las normas contables de los países. Con eso agregan la hipótesis que países con buenas regulaciones dificultan las acciones de apropiación de valor por los controladores sin que sean penalizados legalmente.

La transparencia adquiere un papel importante en las operaciones de F&A. Una negociación clara y reportada al mercado evita pagos de beneficios desproporcionados a los accionistas. La implementación de la debida diligencia —investigación sobre el estado en que se encuentra la empresa objetivo ex ante a la F&A— por parte de la compradora o de una empresa encargada de buscar compradores para la empresa objetivo, permite la reducción de asimetría sobre procesos internos y estado general de la empresa. Una investigación amplia y completa puede garantizar la inexistencia de pasivos imprevistos que no pueden ser cubiertos por las garantías, ayuda a planear la integración y valoración adecuada entre otras seguridades. Reuer (2005) argumenta que el proceso de debida diligencia proporciona un punto de partida útil para obtener información detallada y de confianza sobre la calidad de los recursos a ser adquiridos, además argumenta que el proceso no es siempre capaz de revelar un conocimiento profundo de los recursos y procesos de la empresa objetivo, hecho que en última instancia puede determinar el éxito o el fracaso de una F&A.

La regulación sobre tomas de control normalmente abarca el tema de transparencia con requerimientos de divulgación de información sobre los derechos de voto y los flujos de caja. Generalmente, cuando un accionista o un grupo adquieren un cierto porcentaje de control se requiere que el comprador presente algunas informaciones al mercado. Dicha revelación de informaciones sobre los grandes accionistas ayudan al regulador, a los accionistas minoritarios y al mercado a monitorear estos accionistas que están ampliando su participación en la empresa, reduciendo así la probabilidad que ellos extraigan beneficios privados de control. Por ejemplo, con estas informaciones es más fácil la detección de prácticas de tráfico de información privilegiada (*insider trading*) por un órgano regulador. En otras palabras, las prácticas de transparencia minimizan problemas de agencia potenciales ex ante al proceso (Goergen *et al.*, 2005).

E. Otros mecanismos de gobiernos corporativos

Un mecanismo de gobierno corporativo externo a la firma que influye directamente en la capacidad de ésta para buscar financiamiento externo es el marco legal del país donde la firma está registrada y su respectivo cumplimiento. Dyck y Zingales (2004) explican que este mecanismo de gobernanza previene que aquellos que tienen el control se apropien de parte del valor generado solamente por el temor de ser demandados judicialmente. Para que este mecanismo funcione apropiadamente es necesario, que las leyes no solamente regulen la protección a los accionistas, la responsabilidad del consejo y de los ejecutivos, sino también un sistema judicial que garantice una ejecución imparcial, penalizando los actos que violan o no cumplen con las normativas. Si los individuos con control no creen que las leyes serán ejecutadas y creen que pueden librarse de las sanciones, se puede abrir espacio a un comportamiento indeseable. Denis y McConnell (2003) revisan la literatura y muestran que varios estudios empíricos apuntan a que una fuerte protección de los inversionistas a nivel de la regulación y el grado con que son cumplidas las leyes son factores necesarios para que los mercados financieros se desarrollen fuertemente, llevando a un mayor crecimiento económico.

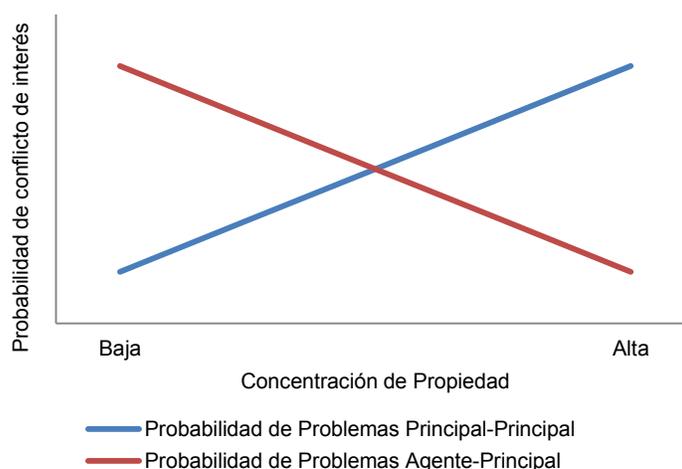
La estructura de propiedad también es ampliamente citada en la literatura como un mecanismo de GC (Schleifer y Vishny, 1997; Denis y McConnell, 2003; Goergen *et al.*, 2005; Young *et al.*, 2008). Cuando algunos propietarios tienen un porcentaje substancial de la firma ellos logran ejercer una mayor influencia, a través de la junta de accionista, eligiendo a los miembros del consejo. Cuando son escuchados en el consejo pueden monitorear e influenciar más fácilmente a los ejecutivos. Schleifer y Vishny (1997) señalan que los grandes accionistas resuelven el problema principal-agente, una vez que ellos tienen un interés directo en la maximización de las ganancias de la empresa y suficiente control sobre los activos de la empresa para que sus intereses sean respetados. Ejemplos de grandes grupos controladores de empresas pueden ser representantes de una familia fundadora, fondos de pensión, fondos de seguros y otros grupos económicos.

De la misma manera que una mayor concentración de propiedad en manos de pocos grupos o personas puede ser benéfica para minimizar el problema principal-agente, esta estructura también puede llevar a la aparición de otros problemas. Uno es la falta de diversificación y excesiva concentración de riesgo en pocos accionistas controladores. Esto puede hacer que la empresa no realice proyectos con un alto grado de retorno esperado y por ende de riesgo, si los accionistas controladores son adversos al riesgo. Otro problema es el conflicto de interés entre los dos tipos de principal, los accionistas mayoritarios y minoritarios, antes mencionado. Esto apunta a un *trade-off* entre los problemas de agencia cuando se analiza el nivel de concentración de propiedad de las empresas. El diagrama 3 muestra de manera simple la probabilidad de ocurrencia de los conflictos de interés con relación a la concentración de la propiedad empresarial. Este esquema no toma en cuenta la existencia de los otros mecanismos descritos anteriormente.

La identificación de esta relación abre espacio a recomendaciones sobre qué mecanismos de gobierno corporativo cada empresa debe utilizar de acuerdo a su estructura de propiedad. A nivel nacional, las leyes y códigos, no deben ignorar que dentro de una misma jurisdicción se puede encontrar empresas con los más distintos niveles de concentración de propiedad y que una normativa amplia que abarque ambos mecanismos es necesaria aunque la concentración del control en un país sea mayoritariamente de un determinado tipo. En la siguiente sección se aborda este tema desde una óptica regional.

Algunos autores apuntan a la existencia de otro mecanismo de gobernanza aplicable a empresas que poseen muchos accionistas dispersos (Schleifer y Vishny, 1997; Denis y McConnell, 2003). La simple amenaza de ser adquirido por otras empresas hace que los ejecutivos sean incentivados a mantener el valor empresarial alto, de manera que la brecha entre el valor potencial y el valor actual no sea tan grande y motive la adquisición por parte de otros competidores del mercado. También serían una manera de concentrar la propiedad de forma rápida y sacar a los ejecutivos del control. Sin embargo, esta conclusión solo es válida para empresas con concentración dispersa.

Diagrama 3
Probabilidad de conflictos y Estructura de Propiedad



Fuente: Elaboración propia.

Nota: Las cantidades en el eje vertical no deben ser comparadas entre los dos tipos de conflictos. El diagrama fue diseñado para mostrar dirección de la relación y no la magnitud.

Schleifer y Vishny (1997) discuten el uso de contratos con incentivos a los ejecutivos. Estos contratos, vinculan la remuneración de los ejecutivos al desempeño empresarial vía el pago del salario en forma de acciones u opciones, alienando los intereses de los ejecutivos al de los accionistas. Sin embargo este tipo de solución presenta algunos problemas. Si los beneficios privados del ejecutivo son altos, el incentivo ofrecido por el contrato debería sobrepasarlos haciendo que la empresa pague una remuneración excesiva por el ejecutivo. Los ejecutivos también pueden manipular los números contables o la política de inversión para aumentar su pago en el corto plazo, como también pueden negociar los contratos de una manera que los favorezca cuando saben previamente que las ganancias o el precio de las acciones aumentarán, en caso que no haya mecanismos que reglamenten su remuneración por el CA.

Otros mecanismos señalados por Dyck y Zingales (2004) se relacionan con un menor nivel de extracción de beneficios privados del control. Un primer factor sería el nivel de competencia en el mercado de productos de la empresa. La competencia hace que los precios se tornen más verificables lo que dificulta la manipulación de precios de transferencia. Además las distorsiones causadas por extracción de beneficios privados en un mercado competitivo pueden comprometer la sobrevivencia de la empresa. Otros mecanismos como un alto índice de cumplimiento tributario y presión de la opinión pública, medida por una mayor difusión de la prensa, también están relacionados con una menor extracción de beneficios por parte de los controladores⁹.

⁹ Para más detalles sobre la intuición ver Dyck y Zingales (2004).

III. Abordando el problema desde un enfoque regional

Diferentes zonas geográficas presentan características distintas con relación a la organización estructural de sus corporaciones, a las normas y legislaciones que limitan las acciones empresariales, a la concentración de los mercados, entre otros puntos. Comprender la estructura de propiedad de las empresas latinoamericanas así como el estado de sus gobiernos corporativos es importante para identificar cuáles son los potenciales conflictos que pueden surgir. En esta sección se realiza un análisis empírico de algunas características del gobierno corporativo en la región. Se presenta un indicador de gobierno corporativo aplicado a siete países de la región y luego en estudios de caso se analiza qué sucedió con el indicador ante la ocurrencia de una F&A. Por otra, parte se presentan características del gobierno corporativo a nivel de firmas y grupos económicos para seis países y se analizan las principales operaciones de F&A ocurridas en el período 2005-2015.

A. Gobiernos corporativos y estructura empresarial en América Latina

Para el análisis de la estructura de propiedad y el control de las empresas se utilizaron datos de la base de *Bloomberg* referentes a junio de 2016. Se consideraron las empresas que tenían datos sobre propiedad de al menos una clase de acción y que estaban operando en junio de 2016¹⁰. La muestra está compuesta por un total de 1071 empresas: 74 de Argentina (6,9%), 393 de Brasil (36,7%), 222 de Chile (20,8%), 65 de Colombia (6,1%), 126 de México (11,8%) y 191 de Perú (17,8%). Del universo total de empresas de estos países, la muestra conformada está compuesta por empresas listadas en bolsa, una vez que pocas empresas privadas publican sus informaciones sobre el control y propiedad (solo 15 del total son privadas).

Un primer punto a analizar es cuántas de las empresas poseen diferentes clases de acciones. El porcentaje varía de 49% en Argentina a 7% en Chile (cuadro 1). Chile, Colombia y México son los países que tienen más empresas con un solo tipo de acción. Al analizar si los distintos tipos de acciones dan a su portador el mismo derecho de voto, Chile y México sobresalen en el tratamiento equitativo de los accionistas de sus principales empresas. Solo el 1,4% de las empresas chilenas y el 4% de las mexicanas no respetan el principio

¹⁰ Para filtrar por empresas que están en actividad se utilizó informaciones sobre el estado de la acción en el mercado financiero que esta listada y la fecha de la última publicación de información para los entes reguladores y los mercados, registrada en *Bloomberg*. Para él según criterio se excluyeron empresas que no habían publicado nada en 2016 o 2015.

una-acción-un-voto. Por otro lado, de los países analizados Brasil tiene el peor desempeño respecto al trato equitativo de los accionistas. El 42% de las empresas brasileñas tienen más de una clase de acción con distinto derecho de voto.

Cuadro 1
Clase de acciones y derecho a voto

País de domicilio	¿Tienen más de un tipo de acciones?				Las empresa con más de un tipo de acción, ¿siguen el principio una-acción-un-voto?				Total (e)
	No (a)	Porcentaje del total (a/e)	Sí (b)	Porcentaje del total (b/e)	No (c)	Porcentaje del total (c/e)	Sí (d)	Porcentaje del total (d/e)	
Argentina	38	51,4	36	48,6	24	32,4	12	16,2	74
Brasil	227	57,8	166	42,2	166	42,2	0	0,0	393
Chile	207	93,2	15	6,8	3	1,4	12	5,4	222
Colombia	55	84,6	10	15,4	10	15,4	0	0,0	65
México	104	82,5	22	17,5	5	4,0	17	13,5	126
Perú	121	63,4	70	36,6	55	28,8	15	7,9	191
Total	752	70,2	319	29,8	262	24,5	57	5,3	1 071

Fuente: Bloomberg. Elaboración propia.

Del universo de empresas se pasa al análisis de la concentración de propiedad en los países seleccionados para la determinación de qué tipo de problemas de agencia es más probable que sucedan. El cuadro 2 muestra el porcentaje de control de los tres mayores accionistas en los seis países en promedio y tres percentiles de la distribución. El gráfico 1 muestra la distribución completa por país para la muestra. El número de empresas fue reducido aún más para que solo aquellas con informaciones relevantes pudiesen ser analizadas¹¹.

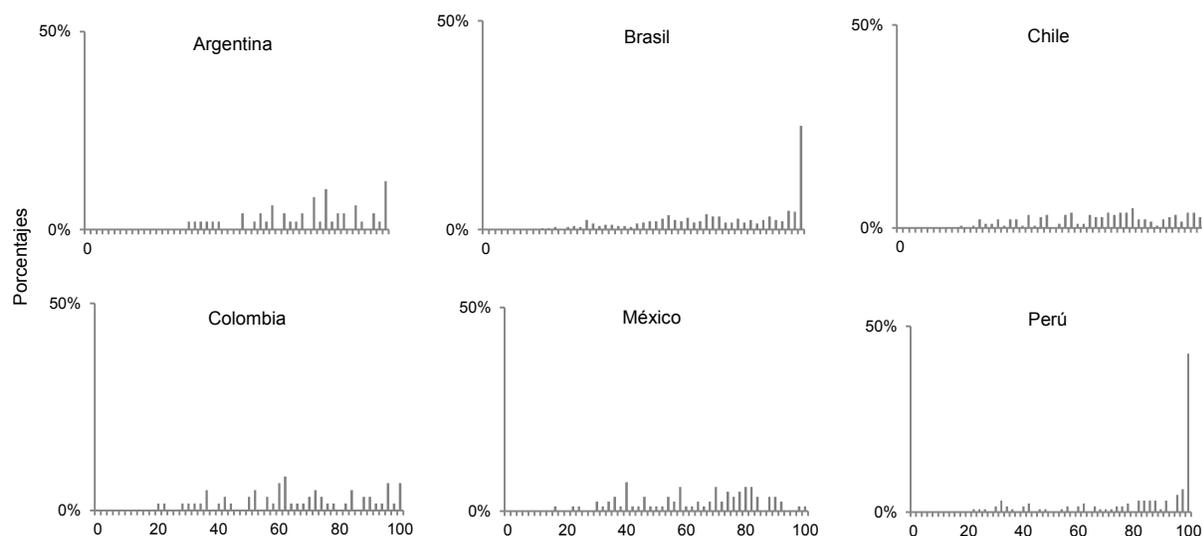
Cuadro 2
Porcentaje de control en manos de los tres mayores accionistas

Variabes	Observaciones	Promedio	Mínimo	Máxima	p25	p50	p75
Argentina	49	73,01	33,51	100	60,65	75,44	88,80
Brasil	355	75,33	17,62	100	57,88	78,96	98,00
Chile	186	69,16	20,00	100	52,83	71,16	89,78
Colombia	61	65,16	19,22	100	51,00	63,11	83,98
México	84	62,13	14,96	100	44,57	67,62	78,37
Perú	129	82,16	20,18	100	72,18	95,79	99,98
Total	864	72,89	14,96	100	56,08	75,25	95,53

Fuente: Bloomberg. Elaboración propia. El percentil es una medida de tendencia central usada en estadística que indica que, una vez ordenados los datos de menor a mayor, es el porcentaje de la muestra que se encuentra bajo ese valor. Por ejemplo, el percentil 25° es el valor bajo el cual se encuentran el 25 por ciento de las observaciones.

¹¹ Se eliminaron las empresas cuya información sobre los accionistas controladores sumada era menor a 35 por ciento. Con ese filtro se reduce la probabilidad de que empresas con grandes accionistas no identificados por Bloomberg sesguen el análisis, es decir, que se considere tanto una empresa con control concentrado como una empresa de capital disperso. Por otro lado, también se excluyen empresas que de hecho tienen su control muy disperso.

Gráfico 1
Porcentaje de control en manos de los tres mayores accionistas



Fuente: Bloomberg. Elaboración propia.

Un análisis preliminar apunta hacia un ambiente con concentración de control en las manos de pocos accionistas para los países analizados. La concentración del control parece ser más acentuada 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. Un análisis de la mediana muestra una concentración del control similar, solamente cambiando Colombia por México en la secuencia.

Otro punto que puede estar sesgando el análisis y merece ser evidenciado y es la presencia de subsidiarias de otras empresas latinoamericanas o de empresas externas a la región en la base de datos. Como normalmente son controladas por una sola empresa o por pocas empresas, ellas pueden estar concentrando cerca del 100% la distribución. El cuadro 3 y el gráfico 2 muestran la misma base sin la presencia de subsidiarias, directas e indirectas.

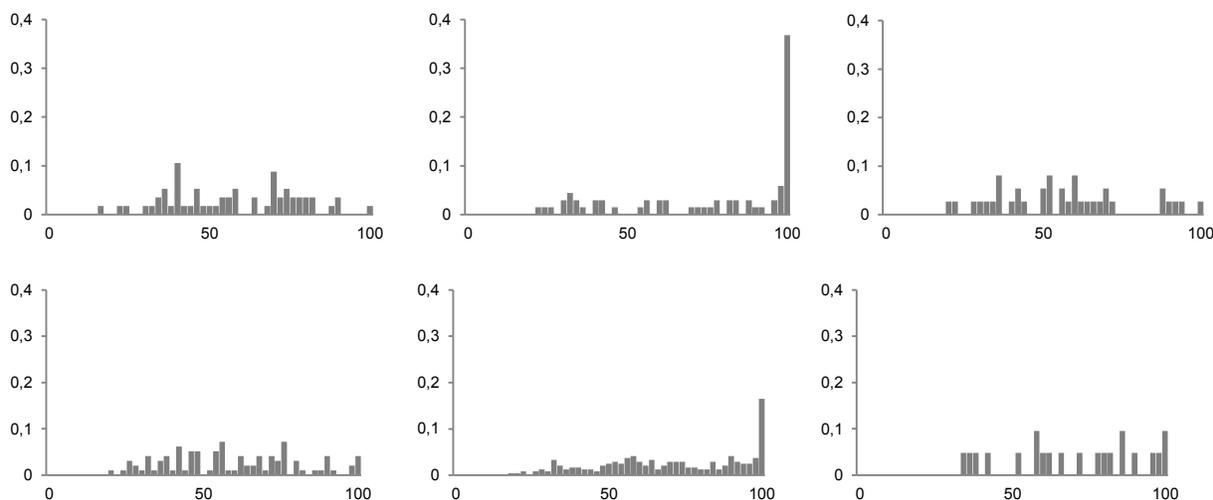
Cuadro 3
Porcentaje de control en manos de los tres mayores accionistas – excluyendo subsidiarias

Variabes	Observaciones	Promedio	Mínimo	Máximo	p25	p50	p75
Argentina	21	69,26	33,51	99,14	56,38	71,72	85,88
Brasil	242	69,51	17,62	100,00	51,77	70,19	92,32
Chile	97	57,80	20,00	100,00	40,82	55,47	73,37
Colombia	37	55,02	19,22	98,45	38,37	54,05	66,90
México	57	56,11	14,96	100,00	38,69	54,90	72,44
Perú	68	75,38	20,18	100,00	53,74	87,00	99,90
Total	522	65,60	14,96	100,00	45,82	64,59	88,31

Fuente: Bloomberg. Elaboración propia. El percentil es una medida de tendencia central usada en estadística que indica que, una vez ordenados los datos de menor a mayor, es el porcentaje de la muestra que se encuentra bajo ese valor. Por ejemplo, el percentil 25° es el valor bajo el cual se encuentran el 25 por ciento de las observaciones. Los valores p25, p50 y p75 representan los respectivos percentiles.

El cuadro 3 muestra que, sacando las empresas rotuladas como subsidiarias (342 observaciones), la concentración del control sigue en un nivel relativamente alto. Antes los tres mayores accionistas tenían alrededor del 72% por ciento del control. Una vez que las subsidiarias fueron excluidas del análisis este porcentaje bajó al 65% del control, como era de esperarse. Entretanto, los países con mayor concentración de control en manos de los tres mayores accionistas se mantuvieron básicamente esto es, Perú, Brasil, Argentina, Chile, México y Colombia. El gráfico 2 confirma lo descrito anteriormente.

Gráfico 2
Porcentaje de control en manos de los tres mayores accionistas excluyendo subsidiarias



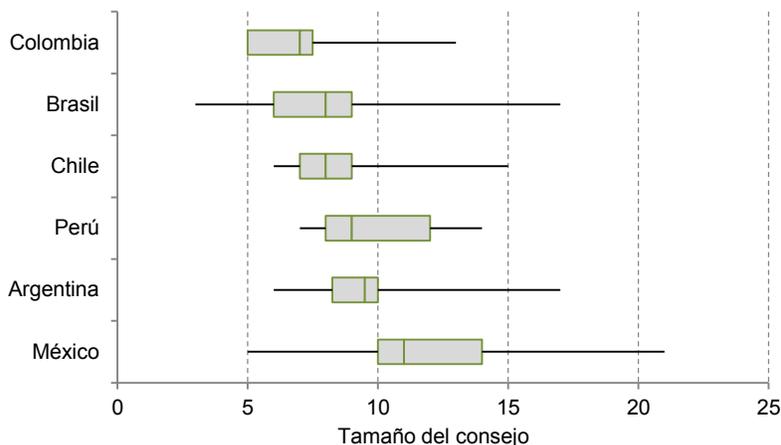
Fuente: Bloomberg. Elaboración propia. Las abreviaciones AR, BR, CL, CO, MX y PE representan respectivamente Argentina, Brasil, Chile, Colombia, Perú y México.

Estas conclusiones coinciden con la literatura sobre concentración de control y propiedad en América Latina (Schleifer y Vishny, 1997; La Porta et al., 1998; Lefort, 2005; Young *et al.* 2008). Young *et al.* (2008) listan dos razones que explican el por qué empresas en países en desarrollo presentan estructuras de capital más concentradas en pocos grupo o personas. La primera es consecuencia del ambiente institucional. Ellos argumentan que en el proceso de crecimiento de una compañía, ésta llega a un momento donde la dirección de la empresa cambia de manos, del fundador hacia un ejecutivo profesional. Esto requiere la divulgación de información valiosa dirigida a partes externas a la empresa. Países donde las instituciones legales no garantizan la seguridad de esa información llevan a una transición más tardía hacia una estructura profesional de gestión. Eso ocurre porque los fundadores prefieren otorgar el control a alguien de confianza, sea un familiar o interno a la empresa. Esto hace que el tránsito de una estructura concentrada hacia una de propiedad dispersa sea más difícil en las economías emergentes. Segundo, por una razón de minimizar los potenciales conflictos de interés entre el principal y el agente y debido a ineficiencias ligadas a otros mecanismos para reducir esos conflictos, normalmente una estructura más concentrada es elegida por los controladores.

Otro punto relevante a ser analizado sobre las empresas latinoamericanas es sobre la estructura y composición del consejo de administración. El gráfico 3 muestra la distribución del número de consejeros en el CA por país de domicilio de la empresa. Brasil tiene el mayor número de empresas con informaciones disponibles (134) y Perú el menor número (12). Respecto al tamaño, se puede ver que el consejo tiende a ser mayor en México y Argentina para la muestra de empresas analizadas, donde el consejo de la empresa mediana tiene de 11 y 9,5 consejeros, respectivamente. Para Colombia y Brasil este número es de 7 y 8

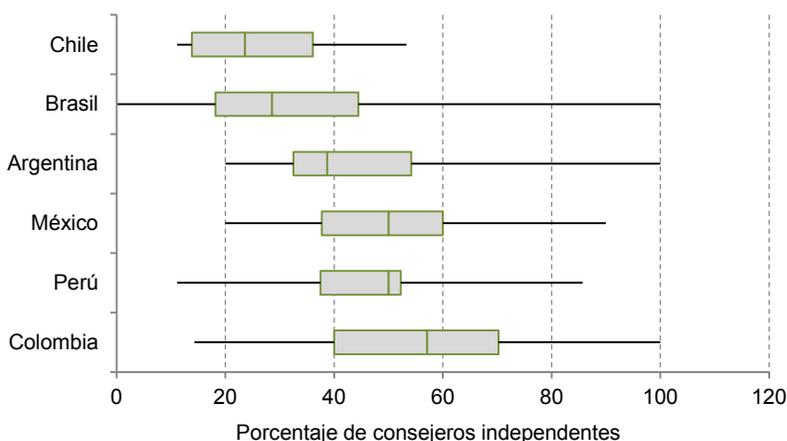
consejeros respectivamente. El tamaño de las empresas analizadas, medido por activo total, no está positivamente correlacionado con el tamaño del consejo (correlación: -0,15)¹².

Gráfico 3
Tamaño del Consejo



Fuente: Bloomberg. Elaboración propia. Las abreviaciones AR, BR, CL, CO, MX y PE representan respectivamente a 14 empresas de Argentina, 134 de Brasil, 34 de Chile, 24 de Colombia, 12 de Perú y 50 de México. La caja de distribución muestra donde están concentradas el 50% de las empresas centrales a la muestra, o sea, el inicio de la caja representa el percentil 25, la línea dentro de la caja, la mediana y el final de la caja, el percentil 75. La línea externa muestra donde están concentradas la mayoría de las empresas restantes. Los puntos representan valores extremos. Cuando se analiza la distribución de empresas por el porcentaje de consejeros independientes por consejo se llega al gráfico 4. Se observa que empresas de Colombia, Perú y México emplean más consejeros independientes en su consejo, en cuanto Chile y Brasil son los que menos usan el mecanismo de contratar directores externos e independientes a la empresa para el consejo. Nuevamente, Brasil es el que presenta el mayor número de datos sobre el tema. Este porcentaje se ve correlacionado positivamente con el valor de los activos empresariales. Sin embargo la correlación es de apenas 0,16.

Gráfico 4
Porcentaje de Consejeros Independientes



Fuente: Bloomberg. Elaboración propia. Las abreviaciones AR, BR, CL, CO, MX y PE representan respectivamente a 12 empresas de Argentina, 123 de Brasil, 12 de Chile, 22 de Colombia, 11 de Perú y 46 de México. La caja de distribución muestra donde está concentrado el 50% de las empresas centrales de la muestra, o sea, el inicio de la caja representa el percentil 25, la línea dentro de la caja la mediana y al final de la caja, el percentil 75. La línea externa muestra donde se concentra la mayoría del restante de las empresas. Los puntos representan valores extremos.

¹² A pesar que el resultado indicará una estructura menor del consejo para ciertos países. La robustez y consistencia de ese resultado no puede ser confirmada, dicho que este análisis no vincula efectos particulares de las empresas así como otros controles.

Otro punto que idealmente reduciría los conflictos de interés sería la independencia del presidente del consejo. En la base analizada solo cerca del 7% de las empresas tienen un presidente independiente frente a su consejo. En contrapartida un gerente ejecutivo, haciendo las funciones del presidente del consejo, alcanza el 13% de las empresas analizadas. Estas informaciones se detallan en el cuadro 4. Las últimas columnas muestran cuántos fundadores de las empresas ocupan el puesto de gerente ejecutivo. Un país que salió relativamente mal en esa etapa del análisis fue México. Ninguna de las empresa mexicanas analizadas tenía un consejero independiente como presidente del consejo en casi 30% de ellas el puesto era ejercido por el gerente ejecutivo.

Cuadro 4
Presidente del consejo de administración y gerente ejecutivo

Países	¿El Consejo es presidido por un consejero independiente?			¿El presidente del consejo es también el gerente ejecutivo?			¿El director ejecutivo es el fundador de la empresa?		
	No	Sí	Total	No	Sí	Total	No	Sí	Total
Argentina	10	1	11	8	5	13	10	2	12
Brasil	115	10	125	122	12	134	134	3	137
Chile	12	0	12	33	0	33	31	0	31
Colombia	9	4	13	20	0	20	21	0	21
México	45	0	45	34	14	48	45	1	46
Perú	11	0	11	10	2	12	13	0	13
Total	202	15	217	227	33	260	254	6	260

Fuente: Bloomberg. Elaboración propia.

El cuadro 5 consolida información sobre el porcentaje de propiedad de individuos clave para la empresa (gerente ejecutivo, demás ejecutivos, presidente del consejo y miembros externos a la empresa que tienen un lugar en el consejo). Nuevamente Brasil es el país con más información disponible, algunas veces rebasando el 50% de las empresas de la muestra. En el cuadro 5 se observa que, en la mayoría de los casos esos individuos no tienen ningún porcentaje de propiedad de la empresa en que juegan un papel importante. La muestra, compuesta básicamente de empresas listadas, muestra que las empresas con estas características optan por la contratación de ejecutivos que no tengan propiedad en la empresa que están dirigiendo. La tercera parte del cuadro 5 muestra el número de firmas en que el presidente del consejo tiene ciertos porcentajes de propiedad. A pesar de que en muchas empresas, ese porcentaje es cero, hay algunas empresas en que ese valor supera el 10%. Cuando ese porcentaje es muy grande hay una mayor probabilidad que el presidente use su posición de influencia para beneficio propio. Un porcentaje pequeño de propiedad ayudaría reducir la posible pasividad de un consejo y la probabilidad de captura de las acciones de los ejecutivos. La última parte muestra la propiedad de los miembros del consejo que no son considerados empleados.

Cuadro 5
Propiedad de los miembros de la gerencia y del consejo de administración

	Porcentaje de la empresa				Total
	0%	0%-1%	1%-10%	>10%	
Porcentaje de las acciones en posesión del gerente ejecutivo	222	16	10	12	260
Argentina	9	1	1	1	12
Brasil	115	12	5	5	137
Chile	31	0	0	0	31
Colombia	20	1	0	0	21
México	37	0	4	5	46
Perú	10	2	0	1	13
Porcentaje de las acciones en posesión de los ejecutivos	211	31	13	20	275
Argentina	6	4	1	2	13
Brasil	108	18	7	8	141
Chile	30	1	0	0	31
Colombia	24	3	1	0	28
México	33	3	4	9	49
Perú	10	2	0	1	13
Porcentaje de las acciones en posesión del presidente del consejo	191	19	19	26	255
Argentina	9	2	0	2	13
Brasil	100	11	14	9	134
Chile	28	1	1	0	30
Colombia	17	1	0	0	18
México	27	3	4	13	47
Perú	10	1	0	2	13
Porcentaje de las acciones en posesión de directores no empleados por la empresa	188	36	26	25	275
Argentina	9	4	0	0	13
Brasil	96	18	17	10	141
Chile	24	5	0	2	31
Colombia	22	3	3	0	28
México	29	5	5	10	49
Perú	8	1	1	3	13

Fuente: Bloomberg. Elaboración propia.

Algunos puntos que no están tradicionalmente asociados a gobierno corporativo y prácticas de reducción de problemas de agencia pero que abarcan el tema del sustentabilidad y responsabilidad empresarial, se muestran en el cuadro 6. Empresas con esas características tienen mecanismos relevantes para la captación de recursos a un menor costo y para minimizar de manera indirecta los costos de agencia. Un ejemplo de políticas de responsabilidad empresarial es por ejemplo su adscripción al programa Pacto Global de la ONU. Cerca de un 57% de las empresas son signatarias hasta mediados de 2016. México cuenta con el mayor porcentaje de empresas signatarias, 19 de las 26 empresas estaban de acuerdo con el objetivo de adoptar políticas de sustentabilidad en su negocio. De hecho, si se mira cuántas empresas cuentan con un comité de sustentabilidad, las empresas colombianas son las que tienen el mayor peso relativo en la base (53% de todas las empresas analizadas de Colombia contaban con un comité de sustentabilidad) y las empresas brasileñas son las que más veces figuraron en la lista de empresas con comité de sustentabilidad. Sin embargo solo un 17% de las empresas tenía un comité con esa finalidad. Otra práctica, que al contrario del comité de sustentabilidad es ampliamente adoptada, es la existencia de políticas de ética empresarial. Once de las 160 empresas que tenían información sobre el tema no tenían ninguna política sobre ética empresarial. Esa cifra aumenta de 31 a 159 empresas, cuando se analiza una

política ética más específica; contra prácticas de soborno por ejemplo. Estos puntos, a pesar de que muchas veces no son mencionados, sí son relevantes por sus impactos directos en el costo de captación de recursos. Ellos cada vez adquieren una mayor importancia en la discusión.

Cuadro 6
Otros indicadores de gobiernos corporativos y responsabilidad empresarial

Países	¿La empresa es signataria del Global Compact - ONU?			¿Cuenta la empresa con un comité de sustentabilidad?			¿Cuenta la empresa con una política de ética empresarial?			¿Cuenta la empresa con una política de ética anti-soborno?		
	No	Sí	Total	No	Sí	Total	No	Sí	Total	No	Sí	Total
Argentina	3	1	4	13	0	13	1	3	4	2	2	4
Brasil	42	49	91	106	26	132	6	92	98	17	80	97
Chile	4	3	7	30	2	32	1	6	7	2	5	7
Colombia	8	11	19	15	8	23	0	19	19	2	17	19
México	7	19	26	41	6	47	2	24	26	5	21	26
Perú	2	3	5	11	1	12	1	5	6	3	3	6
Total	66	86	152	216	43	259	11	149	160	31	128	159

Fuente: Bloomberg. Elaboración propia.

Es importante destacar que la mayoría de las empresas analizadas son de capital abierto y responden a regulaciones en mercados financieros. No se espera que la figura presentada aquí se repita en empresas operando a otro nivel de complejidad económica. Ecuador no pudo ser incluido en el análisis debido a la falta de información pública de sus empresas sobre los temas abordados.

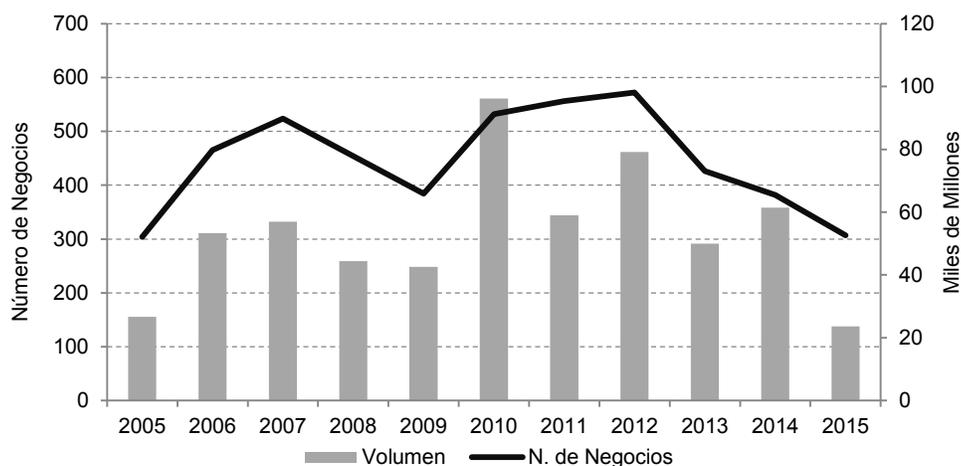
Una vez que se tiene claro como están organizadas las empresas de los países analizados, la siguiente sección intenta mostrar las características de la IED que ingresó en los últimos años a Latinoamérica en forma de F&A y comprender su dinámica.

B. Características de las fusiones y adquisiciones (F&A) transfronterizas latinoamericanas

Las F&A's de empresas latinoamericanas no han presentado una tendencia clara. El gráfico 5 muestra el volumen de operaciones registradas en Bloomberg así como el número de negocios registrados¹³. Aquí están incluidas todas las operaciones que entran de alguna forma en el cálculo de IED, o sea, compras de empresas latinoamericanas (target) donde la empresa compradora sea extranjera y la vendedora doméstica (influjo de IED), o donde la empresa compradora sea doméstica y la vendedora extranjera (flujo de salida de IED) o donde la empresa compradora y la vendedora sean extranjeras (en ese caso no hay cambio en el nivel de IED).

¹³ Es importante destacar que no todas las operaciones registradas en *Bloomberg* tienen información sobre el monto del negocio. Sin embargo se espera que las operaciones que no han informado su valor sean de menor tamaño, no ejerciendo así una influencia en la dirección de la tendencia.

Gráfico 5
América Latina: F&A consideradas IED^a



Fuente: Bloomberg.

^a Operaciones que adquirieron más del 10% de la propiedad y que por lo tanto se contabilizan como inversión extranjera directa. Nota: se excluyen de la base empresas adquiridas desde paraísos fiscales en el Caribe.

Cuadro 7
País de la empresa objetivo en una fusión o adquisición transfronteriza 2005-2015

Países	Número de adquisiciones	Porcentaje del total	Volumen (miles de millones de USD)	Porcentaje del total
Brasil	1 867	31,42	203 656,30	30,25
México	787	13,24	90 369,69	13,42
Chile	446	7,51	69 072,82	10,26
Argentina	439	7,39	41 113,67	6,11
Colombia	328	5,52	35 476,14	5,27
Perú	324	5,45	20 859,09	3,10
Panamá	149	2,51	19 451,43	2,89
Caribe	166	2,79	8 938,23	1,33
Bolivia (Estado Plur. de)	37	0,62	8 328,72	1,24
Ecuador	66	1,11	7 514,02	1,12
Costa Rica	61	1,03	6 967,20	1,03
Venezuela (Est. Bol. de)	57	0,96	3 960,37	0,59
Belize	22	0,37	3 875,62	0,58
Uruguay	62	1,04	3 325,49	0,49
Nicaragua	25	0,42	2 966,85	0,44
El Salvador	20	0,34	2 336,71	0,35
Honduras	16	0,27	1 722,91	0,26
Paraguay	21	0,35	482,68	0,07
Guatemala	26	0,44	273,96	0,04
Casos especiales				
Islas Virgenes Británicas	792	13,33	108 338,60	16,09
Islas Caiman	116	1,95	20 071,69	2,98
Empresas con más de un Target en distintos países	115	1,94	14 110,34	2,10
Total	5 942	100,00	673 212,50	100,00

Fuente: Bloomberg. Elaboración propia. En "Caribe" están agregados los siguientes países: Anguila, Aruba, Bahamas, Barbados, Jamaica, Antillas Holandesas, Saint Kitts & Nevis, Trinidad & Tobago y Turks & Caicos. En ese punto del análisis se incluyen las operaciones de empresas caribeñas que fueron dejadas fuera del gráfico 5.

Se observa que la actividad de las adquisiciones transfronterizas ha venido disminuyendo desde el 2012, tanto en volumen como en el número de transacciones. El 2015 fue el año con el menor valor registrado de operaciones completadas de F&A transfronterizas de la base analizada. El cuadro 7 desglosa esa información por ubicación de la empresa adquirida. Brasil es responsable por la mayor parte de la actividad en la región (cerca de un tercio) seguido de México, Chile, Argentina, Colombia y Perú. Estos países juntos representan aproximadamente un 70% del número de F&A y del volumen. Al final del cuadro se añaden las Islas Caimán, las Islas Vírgenes Británicas y operaciones donde se adquirieron más de una empresa por operación y al menos una de esas empresas era de América Latina.

Si centramos el análisis en los países de las empresas que más adquieren o se fusionan con empresas latinoamericanas¹⁴ vemos que predominan empresas de países desarrollados. El cuadro 8 lista los 18 países con mayor monto pagado por sus adquisiciones. Empresas de E.E.U.U. son las mayores adquirientes en América Latina, representando un 23,7% de total de F&A y un 13,8% del valor total de las F&A. Brasil es el segundo mayor comprador, hecho que se considera en toda la esfera de IED y no solamente en flujos de entrada. La mayoría de estos países son regulados por un modelo de gobierno corporativo y su influencia puede tener un impacto en el estado de las empresas después de la fusión o la adquisición.

Cuadro 8
País de la empresa compradora en fusiones y adquisiciones de 2005-2015

Países	Número de adquisiciones	Porcentajes del total	Volumen (miles de millones de USD)	Porcentajes del total
E.E.U.U.	1 190	23,7	87 282,03	13,8
Brasil	410	8,2	73 190,10	11,6
España	176	3,5	45 853,85	7,3
Reino Unido	329	6,6	40 017,19	6,3
China	61	1,2	36 307,75	5,7
Canadá	625	12,4	29 278,97	4,6
Chile	139	2,8	24 903,12	3,9
Holanda	75	1,5	23 337,68	3,7
México	172	3,4	22 959,15	3,6
Japón	148	2,9	22 183,68	3,5
Bélgica	20	0,4	20 964,74	3,3
Colombia	94	1,9	17 313,01	2,7
Francia	186	3,7	16 833,69	2,7
Argentina	101	2,0	15 767,19	2,5
Noruega	37	0,7	15 222,98	2,4
Suiza	92	1,8	13 034,88	2,1
Luxemburgo	45	0,9	10 924,51	1,7
Alemania	101	2,0	6 414,89	1,0
Casos especiales				
Otros países	908	18,1	56 691,79	9,0
Dos o más empresas compradoras de países distintos	113	2,3	53 734,30	8,5
Total	5 022	100,0	632 215,50	100,0

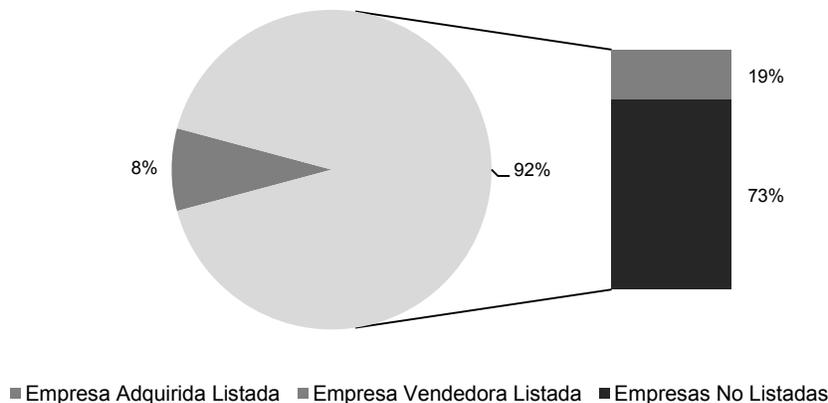
Fuente: Bloomberg. Elaboración propia.

¹⁴ Para esa etapa del análisis se excluyeron las empresas de las Islas Caimán y las Islas Vírgenes Británicas.

De la base analizada solo se registró una toma de control hostil durante el período analizado. Esto ocurrió en 2005 cuando una empresa japonesa adquirió hostilmente una empresa en las Islas Caimán. El hecho comprueba que una estructura de propiedad y control concentrada es un mecanismo natural contra la toma hostil. La concentración del control y propiedad en algunos controladores se torna difícil, y en algunos casos, casi imposible la toma hostil por adquisiciones de acciones de los accionistas dispersos. Varottil (2013) argumenta que con el desarrollo del mercado financiero, el tema debe debatirse e incluso ser regulado por la normativa o la jurisprudencia.

Cuando se analiza la estrategia de expansión de algunas empresas, vía operaciones de F&A transfronterizas, a partir de una base de datos construida con información de *Bloomberg*, se observa que son pocas las empresas adquiridas listadas en bolsas de valores y que están sujetas al marco regulatorio que abordan puntos de gobierno corporativo. La muestra se refiere a operaciones transfronterizas de F&A (consideradas IED) de empresas latinoamericana entre el 2005 y el 2015. Se excluyeron del análisis operaciones de compra de activos y encuadrar las operaciones de F&A en un contexto asimilable a la IED. De un total de 3.167 operaciones, el 8,3% correspondió a empresas adquiridas que estaban listadas en bolsa previo a la F&A, mientras que el 91,7% de las empresas adquiridas no estaban listadas en bolsa, como se observa en el gráfico 6. Sin embargo, la influencia del gobierno corporativo no se limita solo a las empresas adquiridas listadas. Las empresas vendedoras listadas, que venden parte del control de la empresa objetivo, al final también pueden trasladar sus esquemas de gobierno corporativo a las operaciones. De hecho, considerando el 92% de operaciones donde la empresa objetivo no estaba listada, un 19% corresponde a empresas donde la vendedora sí estaba listada. De lo anterior es posible inferir que alrededor de un 27% de las empresas fusionadas o adquiridas está sujeto a cierta normativa de gobiernos corporativos, en cuanto que un 73% no lo está.

Gráfico 6
Porcentaje de empresas listadas en F&A en países de América Latina, 2005 - 2015



Fuente: Bloomberg.

Nota: Empresas con y sin histórico de precios 6 meses antes de la concreción de la F&A.

Si analizamos la misma muestra desde un nivel sectorial, el mayor número de operaciones de F&A se concentra en los sectores de minería, servicios comerciales, alimentos, químicos, servicios financieros diversos y sector eléctrico. En conjunto estos sectores constituyeron alrededor de un tercio de todas las operaciones de F&A realizadas en el período 2005-2015.

A nivel de los 20 principales sectores, el porcentaje de empresas (objetivo y vendedora) involucradas en F&A que cotizan en bolsa alcanza casi el 29% y por ende que están bajo algún tipo de regulación de gobierno corporativo. El cuadro 8 muestra que los sectores eléctrico, bancario, petróleo y gas, telecomunicaciones y seguros concentran el mayor número de operaciones de F&A sujetas a la normativa de gobierno corporativo. Por otra parte, aquellos sectores con menor influencia de gobierno corporativo, previo a la F&A fueron los de internet, software, farmacéutico, servicios comerciales y agricultura.

La cuarta columna del mismo cuadro 9 muestra información sobre el número de operaciones en que la empresa que adquiere compró otra en el mismo sector de la empresa adquirida. Alrededor de 73% de las operaciones de F&A en los sectores de minería, seguros, farmacéutico y bancario fueron operaciones entre empresas del mismo sector.

Cuadro 9
Sectores de las operaciones de F&A de 2005-2015

20 Sectores con más operaciones de F&A	Número de operaciones (a)	Porcentaje total F&A	Número de operaciones-empresa adquiriente mismo sector de adquirida (b)	Porcentaje operaciones empresa adquiriente mismo sector adquirida (a/b)	Número de <i>targets</i> listadas(c)	Número de <i>sellers</i> listadas ^a (d)	Ámbito de cobertura de GC ((c+d)/a)
Minería	311	9,5	229	73,6	8	110	37,9
Servicios comerciales	259	7,9	111	42,9	8	33	15,8
Alimentos	176	5,4	110	62,5	15	28	24,4
Químicos	131	4,0	92	70,2	10	17	20,6
Servicios Fin. diversos	118	3,6	40	33,9	14	15	24,6
Eléctrico	111	3,4	69	62,2	32	33	58,6
Petróleo y gas	97	3,0	48	49,5	7	34	42,3
Telecomunicaciones	93	2,8	65	69,9	15	24	41,9
Seguros	83	2,5	61	73,5	4	28	38,6
Hierro/acero	81	2,5	49	60,5	21	8	35,8
Agricultura	79	2,4	27	34,2	5	9	17,7
Bancos	79	2,4	57	72,2	17	22	49,4
Minorista	76	2,3	29	38,2	11	16	35,5
Farmacéutico	75	2,3	55	73,3	3	7	13,3
Ingeniería y construcción	75	2,3	34	45,3	0	13	17,3
Manufacturas diversas	74	2,3	35	47,3	3	9	16,2
Software	72	2,2	28	38,9	1	7	11,1
Medios de comunicación	64	1,9	37	57,8	4	14	28,1
Internet	56	1,7	31	55,4	1	2	5,4
Bebidas	54	1,6	37	68,5	9	8	31,5

Fuente: Bloomberg.

^a Número de empresas vendedoras (*sellers*) donde la empresa adquirida (*target*) no estaba listada 6 meses antes de la fusión/ adquisición.

C. La evaluación de gobiernos corporativos (Indicador CEPAL)

En los últimos años, la medición de la calidad de los gobiernos corporativos ha estado en el interés de organismos como la OECD y el Banco Mundial a nivel internacional, la CAF-Banco de Desarrollo de América Latina a nivel regional, de organizaciones empresariales locales y de investigaciones académicas (La Porta et al., 1998; Marynova y Renneboog 2010), quienes han desarrollado herramientas, en forma de indicadores, para medir los distintos niveles e instancias de la gobernanza de las empresas. En este contexto, la CEPAL ha diseñado un *benchmark* que mide la calidad del marco normativo e institucional de gobiernos corporativos en algunos países de la región¹⁵. Este indicador busca mezclar prácticas que reducen la probabilidad de conflictos de interés en las operaciones cotidianas de las corporaciones así como puntos de las legislaciones de F&A que minimicen la probabilidad de extracción de beneficios privados frente a un cambio de control corporativo. Las distintas categorías y estándares del indicador se observan en el cuadro 10.

¹⁵ Este indicador está basado a su vez en el indicador de gobierno corporativo para emisión de deuda, CEPAL-CAF-BID, Pérez Galindo, H. (2015).

Cuadro 10
Estándares de gobiernos corporativos para evaluar las normativas nacionales

Categorías	Estándares	Ponderación
El papel del consejo de administración	1 El consejo de administración debe establecer los mecanismos que asegure información confiable sobre todas las actividades de la firma. Los consejeros deberán mantenerse actualizados sobre las necesidades de la empresa, sus accionistas y de sus empleados.	1,60
La estructura del consejo de administración	2 Un tamaño y composición adecuados de un Consejo de Administración es aquel que le permita tomar decisiones relevantes en forma ágil.	0,70
El Papel del presidente del consejo de administración	3 El presidente del Consejo deberá ser un consejero externo independiente con experiencia y capacidad para el ejercer el cargo.	0,50
Comité de Auditoría	4 Presidido por un consejero externo / independiente con experiencia en control interno. El comité debe aprobar el diseño y buen funcionamiento del sistema de control interno.	0,90
Comité de Riesgos	5 Presidido por un consejero externo / independiente con experiencia en administración integral de riesgos. El Comité deberá informar periódicamente sobre el cumplimiento y desviación de las estrategias de inversiones en términos de riesgo.	0,90
Derecho y trato equitativo de los accionistas	6 El marco de gobierno corporativo debería proteger y facilitar el ejercicio de los derechos de los accionistas y asegurar el trato equitativo de todos, incluyendo los minoritarios y extranjeros. Todos los accionistas deben tener la oportunidad de obtener una compensación efectiva por la violación de sus derechos.	3,60
Transparencia	7 El marco de GC debería asegurar la revelación veraz y oportuna en todos los asuntos materiales relacionados con la corporación, incluyendo la situación financiera, el desempeño, la propiedad y la gobernanza de la compañía.	1,80
Total		10,00

Fuente: Elaboración propia CEPAL, 2016.

El objetivo del *benchmark* es estandarizar los modelos de gobiernos corporativos permitiendo su comparación e identificando entre otras cosas, posibles espacios de mejora de su desempeño en determinados países. El *benchmark* evalúa su papel en el conjunto de la estructura de propiedad, las estrategias y decisiones de financiamiento y la gestión de riesgo de los negocios de las empresas en la valoración de una F&A, así como estudiar la trayectoria de la variable de gobierno corporativo en el tiempo, tanto de la empresa adquirida como de la que adquiere.

El indicador propuesto por la CEPAL consta de cuatro áreas de medición: el papel del consejo de administración, la estructura del consejo de administración, el papel de los presidentes del consejo, los comités corporativos (que incluye la auditoría y el riesgo), así como dos categorías transversales que permean el accionar de todos los niveles del consejo de administración, la transparencia y el trato equitativo de los accionistas, además de recoger algunos otros aspectos generales del quehacer empresarial.¹⁶ La información requerida para responder las preguntas con las que se calcula el nivel de gobernanza de las empresas a nivel de país, se encuentra en las leyes y normas (marco regulatorio) nacionales.

Para obtener el valor de gobierno corporativo, se atribuyen pesos ponderados a cada categoría en función de su importancia. Como fue descrito en la sección 3, en un contexto de F&A el papel y estructura del consejo, así como de sus comités corporativos son un elemento esencial para el éxito de una F&A. Por ello, estas categorías representan un poco menos de la mitad de la ponderación del indicador (46%). Para minimizar la probabilidad de conflictos principal-principal, alrededor del 36% del indicador está enfocado en mecanismos que garantizar un trato equitativo a todos los accionistas. Por último, el 18% está vinculado a la exigencia legislativa de prácticas transparentes. La suma de los valores es diez, valor máximo que se puede obtener. Cada categoría del indicador contempla varias preguntas que sirven para determinar el nivel de cumplimiento de la categoría respectiva. Las preguntas fueron respondidas con “sí” o “no”, lo que genera una variable binaria

¹⁶ Cada categoría del indicador cuenta con estándares en forma de preguntas que permite evaluar su nivel de cumplimiento. El valor del indicador está determinado por la suma de las ponderaciones de dichas categorías.

igual a uno para una respuesta “sí” y cero para el caso opuesto¹⁷. La lista de preguntas desglosadas por categoría se encuentra en el anexo 2.

El cuadro 11 muestra los primeros resultados de la medición del nivel general de la normativa de gobierno corporativo en siete países de América Latina: Argentina, Brasil, Chile, Colombia, Ecuador, México y Perú. Se observa un esfuerzo general de las entidades regulatorias de los siete países analizados para mejorar sus normativas de gobierno corporativo. El promedio del indicador en los 7 países era de 2,98 en 2004 y subió a 5.21 en 2015, el último año analizado. El país que presenta el índice más bajo es Ecuador, con un valor de 3,10 en 2015. El país no acompañó a los otros países de la región en reformas para fortalecer el poder de los accionistas minoritarios e implementar prácticas de auditoría coordinadas por el consejo a través de un comité específico. Los otros países mostraron poca diferencia quedando todos dentro del rango de 5,09 y 6,09. El cuadro 10 muestra que entre 2004 y 2015 México realizó el mayor número de mejoras de su normativa de gobierno corporativo aumentando su puntuación en el indicador en 3,93. Esta mejora es básicamente debido a la introducción de la ley de mercado de valores el 30 de diciembre de 2005 que trajo cambios importantes como el requerimiento mínimo de 25% de consejeros independientes en el consejo, la existencia de un comité de auditoría, un porcentaje menor de acciones requerido para la convocatoria de asambleas extraordinarias y mecanismos para impulsar la transparencia de los controladores. Después de México, Argentina y Colombia, respectivamente, mostraron el mejor desempeño en los rubros evaluados por el indicador.

Cuadro 11
Indicador de gobiernos corporativos 2004-2015

	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Argentina	3,03	3,03	3,03	3,03	3,03	3,03	3,03	3,03	3,03	5,69	5,69	5,69
Brasil	4,46	4,46	4,46	4,46	4,46	4,46	4,46	4,86	4,86	5,09	5,09	5,09
Chile	3,17	3,17	3,17	3,17	3,17	5,91	5,91	5,91	5,91	5,91	5,91	5,91
Colombia	2,64	4,46	4,63	5,28	5,28	5,28	5,28	5,28	5,28	5,28	5,28	5,28
Ecuador	1,70	1,70	1,70	3,10	3,10	3,10	3,10	3,10	3,10	3,10	3,10	3,10
México	2,16	2,16	5,86	5,86	5,86	5,86	5,86	5,86	5,86	5,86	6,09	6,09
Perú	3,68	4,48	4,48	4,48	4,48	4,88	4,88	4,88	4,88	5,28	5,28	5,28

Fuente: Elaboración propia CEPAL, 2016.

Cuando se analiza el desempeño de las regulaciones desglosado por estándares se puede identificar en qué punto cada legislación es más completa y donde están los espacios para mejora. El cuadro 12 normaliza los resultados por estándar en porcentaje del puntaje máximo del indicador para facilitar la interpretación. Debajo del estándar se muestra el porcentaje que cada uno representa en el resultado final. Este desglose muestra que la legislación de Chile es la que mejor aborda el papel del consejo en la empresa (estándar 1). Importante notar también que en 2004, las normas chilenas no contestaban positivamente ninguna pregunta del indicador y que con la reforma de 2009 en la ley de las sociedades anónimas (ley 18.046) Chile pasó a ser el país con mejor puntaje en esta categoría. Analizando la estructura del consejo (estándar 2) Colombia y México contemplan normas que requieren que al menos un cuarto del consejo sea independiente y por esto se destacan. Cuando se analiza el papel del presidente (estándar 3) ninguna legislación se destaca de las otras. Chile, Colombia y Perú prohíben, directa o indirectamente, que el gerente general ejerza también el cargo de presidente del CA. Ecuador ya legisla sobre las calificaciones necesarias para el puesto de presidente del CA. Sobre los comités de auditoría (estándar 4) y de riesgo (estándar 5), se observan evoluciones distintas. De 2004 a 2015 hubo un esfuerzo por parte de todas las legislaciones, salvo Ecuador y Perú, de hacer obligatoria la existencia de un comité relacionado a cuestiones de auditoría, lo que sucedió en el ámbito del análisis exclusivo de riesgo. El

¹⁷ En la mayoría de los casos la ponderación de cada categoría es producto de la división por el número de preguntas de la categoría correspondiente. Al final se multiplica el resultado binario por la ponderación de cada pregunta y se suma el resultado de las categorías. El total obtenido indica el nivel del gobierno corporativo.

estándar 6 relacionado con el trato equitativo de los accionistas muestra a Perú como el país con más mecanismos para resguardar el derecho de los minoritarios y evitar la extracción de beneficios privados por los controladores. En ninguna de las legislaciones se prohíbe, en el ámbito general de los mercados financieros, la existencia de más clases de acciones¹⁸. En el rubro de transparencia se destaca Argentina con 5 de los 6 requerimientos cumplidos, incluso la obligatoriedad de revelación de información para los accionistas que tienen un 5% o más de las acciones de control.

Cuadro 12
Indicador de gobiernos corporativos por estándar 2004-2015
(En porcentajes)

	Estándar 1 (16%)		Estándar 2 (7%)		Estándar 3 (5%)		Estándar 4 (9%)		Estándar 5 (9%)		Estándar 6 (36%)		Estándar 7 (18%)	
	2004	2015	2004	2015	2004	2015	2004	2015	2004	2015	2004	2015	2004	2015
Argentina	33	45	0	0	0	0	0	75	0	0	44	78	50	83
Brasil	45	45	0	0	0	0	50	75	0	0	67	78	50	50
Chile	0	67	0	0	34	34	0	75	0	0	67	78	33	67
Colombia	33	45	0	10 0	0	34	0	100	0	0	33	44	50	67
Ecuador	33	33	0	0	33	33	0	0	0	0	11	33	33	67
México	22	56	0	10 0	0	0	0	100	0	0	33	67	33	67
Perú	45	45	0	0	34	34	0	0	0	0	44	89	67	67

Fuente: Elaboración propia CEPAL, 2016. En base a categorías descritas en el cuadro 10.

D. Estudios de caso

Algunos autores argumentan que una adquisición transfronteriza por una empresa proveniente de un país con mejores normativas de gobierno corporativo lleva a una mejora del nivel de gobernanza de la empresa adquirida (Bris *et al.*, 2008) incluso a una mejora en el nivel de gobernanza de las competidoras del sector (Albuquerque *et al.*, 2013). Según Bris *et al.* (2008) esto sucede porque una fusión transfronteriza implica un cambio en la nacionalidad de la empresa objetivo, y por lo tanto un cambio en la ley corporativa —o código comercial— a la que está sujeta la empresa¹⁹. Esta sub sección analiza algunos casos de grandes adquisiciones en América Latina en los últimos 5 años, al mismo tiempo que se analiza la evolución del indicador de gobierno corporativo antes y después de la F&A y su respectiva comparación con el nivel mínimo requerido por el país.

1. Grupo Modelo (México) y AB InBev (Bélgica)

En octubre de 1925, la Cervecería Modelo, S.A. inicia sus operaciones en la Ciudad de México. A partir de la década de los cincuentas, el Grupo Modelo implementó una estrategia de expansión, construyendo y adquiriendo plantas cerveceras, empresas malteras, y empresas relacionadas con la fabricación y distribución de cerveza. En 1971, Antonino Fernández Rodríguez es nombrado Presidente y Director General de Grupo Modelo, quien continuó dicha estrategia. El 16 de junio de 1993, la empresa cervecera Anheuser-Busch Companies, Inc. (AB) adquirió una participación accionaria minoritaria en el capital social de Grupo Modelo y de Diblo, S.A. de C.V., subsidiaria de Grupo Modelo que fungía como subcontroladora de las demás subsidiarias del Grupo Modelo. Con ello AB llegó a una participación minoritaria del 35.12% del capital de Grupo Modelo y del 23.25% del capital de Diblo, S.A. de C.V.

¹⁸ En Brasil, la legislación del Novo Mercado prohíbe la existencia de dos tipos de acciones, pero como es una norma voluntaria a las empresas que quieren filiar a ese segmento, no se contempla en el indicador.

¹⁹ Los autores (Bris y Cabolis, 2008) apuntan algunas excepciones a la regla en su trabajo.

En 1994 abrió su capital en la Bolsa Mexicana de Valores (BMV) a través de una oferta pública de acciones de la serie C. Tres años después, en 1997, Carlos Fernández González, sobrino de Don Antonino Fernández Rodríguez, fue nombrado Director General de Grupo Modelo. El 2005, Carlos Fernández González empezó a ejercer las dos funciones. Para entonces, el grupo ya era líder en la elaboración, distribución y venta de cerveza en México y en el exterior, con presencia en más de 150 países.

La estructura de gobiernos corporativos al final de los años 2000 era consecuencia de una empresa familiar que había crecido substancialmente sin que hubiese una disolución del control. El hecho que Carlos Fernández González ejercía funciones de director ejecutivo y presidente del CA mostraba la reticencia de los controladores de abrir el control de la empresa a externos, al mismo tiempo que contaba con mecanismos que mostraban la preocupación por parte de la empresa de transmitir al mercado la imagen de una empresa capaz de resolver potenciales conflictos de interés.

El CA estaba compuesto por 19 miembros, una mezcla de consejeros profesionales y controladores. El estatuto social de la empresa en 2006 requería de un mínimo de 5 consejeros independientes de los 19 que componen el consejo (26,3%), a pesar de que en algunos años la cifra de consejeros independientes llegó a más de un 40% del consejo (2010-2012). La empresa también contaba con comités de auditoría y de riesgo (comité ejecutivo) que brindaban asesoría al consejo.

Después de casi un año de negociaciones y algunos cambios en la estructura organizacional de la empresa²⁰, el 4 de junio de 2013, la multinacional belga Anheuser-Busch InBev adquirió el resto de acciones del Grupo Modelo por 20.100 millones de dólares (Martínez-Haro y Vargas-Hernández, 2013). El hecho de que la AB Inbev ya tenía parte del control de la empresa antes de la F&A, le daba a la empresa voz en el consejo. En la asamblea ordinaria de 2012 algunos ejecutivos de la AB Inbev ya hacían parte del consejo.²¹

La adquisición también trajo cambios en la estructura del gobierno corporativo del Grupo Modelo. Carlos Fernández González renunció a sus puestos y Ricardo Tadeu Almeida Cabral asumió la gerencia de las actividades de AB Inbev en México. Los activos del Grupo estaban bajo un consejo relativamente menor, con 14 miembros, y eran presididos por un consejero independiente. Según Martínez-Haro y Vargas-Hernández, (2013) de los tres principales dueños anteriores de Grupo Modelo, Carlos Fernández González, Valentín Díez Morodo y María Asunción Aramburuzabala Larregui, solamente esta última permanece como consejera y directiva relevante pero ya no con poder de mando sobre la empresa al contar con tan solo el 1.72% de las acciones ordinarias. Cabe destacar que Carlos Fernández quien era el antiguo director y presidente, que además es sobrino del fundador del Grupo, actualmente no tiene ni el 1% de las acciones del imperio familiar de antes del 2013.

Aplicado el indicador de gobernanza a ambas empresas antes y después de la adquisición, se observa una mejora de 1,5 bajo la propiedad de la empresa belga. El gráfico 7 muestra la evolución del indicador en el tiempo²².

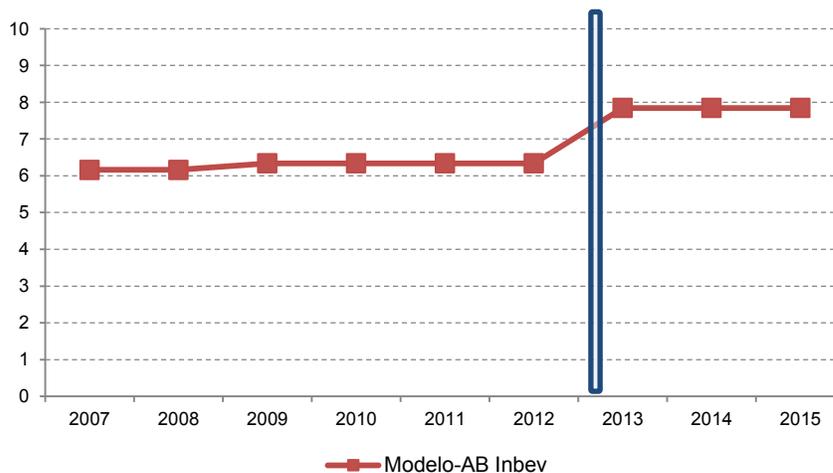
La mejora es atribuida entre otras cosas a la existencia de un comité de nombramiento y remuneraciones, la obligación del presidente del consejo de asegurar que los directores existentes actualicen continuamente sus habilidades, el conocimiento y la familiaridad con la empresa.

²⁰ AB Inbev hizo la oferta condicionada a la fusión interna del Grupo Modelo, S.A.B. de C.V., su subsidiaria, Diblo S.A. de C.V. y un proveedor, Dirección de Fábricas S.A. de C.V. Además, el departamento de Justicia de EEUU, argumentó que dicha adquisición podría llevar a prácticas monopólicas en ese país, requirió la venta de una fábrica de la modelo en Piedras Negras, Coahuila, donde se producía toda la cerveza exportada a los EEUU (Martínez-Haro y Vargas-Hernández, 2013).

²¹ Entre ellos, Carlos Brito, gerente ejecutivo (CEO), Felipe Dutra, gerente financiero (CFO), Sabine Chalmers, gerente legal y de asuntos corporativos, Robert Golden, vicepresidente de F&A, todos de AB Inbev.

²² El análisis completo con el indicador desglosado es presentado en el anexo 3.

Gráfico 7
Gobierno corporativo del Grupo Modelo y AB Inbev



Fuente: Elaboración propia con base a documentos extraídos de Bloomberg, Bolsa Mexicana de Valores, Latibex, y sitio web de AB Inbev.

Un punto que no cambió en el indicador pero que representa una mejora de gobierno corporativo es el hecho que en Bélgica la legislación requiere divulgar información sobre los accionistas que posean el 3% o más de las acciones, aunque este requerimiento no garantiza la completa transparencia de la información suministrada al mercado²³. Además la empresa en sus informes anuales, presentaba la estructura detallada de su control. Esta información no fue encontrada para el Grupo Modelo. Otro punto que no cambió en el indicador pero que empeoró es el referido al porcentaje mínimo requerido para convocar a una asamblea extraordinaria, que subió de 10% a 20%. En general, hubo una mejora en la estructura de gobierno corporativo *ex-post* a la adquisición.

2. Cía. General de Electricidad (Chile) y Gas Natural Fenosa (España)

En 1905, se funda la Compañía General de Electricidad Industrial, actual CGE, y se abastece de energía eléctrica a las ciudades chilenas de San Bernardo, Rancagua y Temuco. En 1977, comenzó la expansión de CGE al sector gasífero, adquiriendo el control de la Compañía de Consumidores de Gas de Santiago (GASCO), sociedad creada para producir y distribuir gas en Santiago y que en la actualidad distribuye gas licuado y gas natural en diversas regiones de Chile, Argentina y Colombia. Hoy día la empresa focaliza sus operaciones, a través de sus filiales, en los mercados de transmisión y distribución de energía eléctrica; de almacenamiento, transporte y distribución de gas; y en los servicios y productos asociados a esas actividades.

En 2013 la empresa tenía puntos fuertes y débiles en su estructura de gobierno corporativo. A través de la página de la Superintendencia de Valores y Seguros (SVS) de Chile, se puede acceder a los 12 mayores accionistas con información sobre sus respectivos porcentajes en la empresa, así como el nombre de las personas físicas o jurídicas que poseen menos del 1% del control de la empresa. Además, en su memoria anual de 2013 se exponía a los principales grupos controladores, agregando los porcentajes detenidos por determinadas familias y grupos. Esto revelaba tres grupos controladores, Grupo Familia Marín, Grupo Almería y el Grupo Familia Pérez Cruz, que juntos reunían cerca de un 54% de la empresa. Otros puntos positivos eran el impedimento del gerente general de ejercer la función de presidente del consejo así como la aplicación del principio de una-acción-un-voto. Por otro lado, no había manera que un accionista minoritario participara a distancia en una asamblea de accionista y solo había un consejero independiente en el consejo.

²³ En el caso de la estructura de control de AB Inbev se presentan algunas empresas que tienen más del 3% pero en algunos casos no se detalla el nombre de los accionistas de dichas empresas.

En octubre de 2014, la multinacional española de Gas Natural Fenosa hace una oferta pública de acciones (OPA) por 100% de las acciones de la empresa, quedando como controladora de la empresa y de sus filiales de electricidad, gas y servicios. La empresa respetó los derechos de los minoritarios e hizo una oferta que abarcaba a todos y no solo las acciones de los tres grupos controladores, lo que sería necesario para obtener el control. Un mes más tarde, la OPA lanzada por la firma española fue declarada exitosa con el 96,50% de los accionistas aceptando la oferta del conglomerado español.

Una diferencia relevante, con impacto directo en la estructura de gobierno corporativo ex-post a la F&A, entre los casos de la CGE chilena y del Grupo Modelo mexicano fue el marco legal sobre el cual las acciones de la empresa estaban circunscritas. A pesar de ambas haber sido adquiridas por empresas europeas (España y Bélgica) en el caso chileno se creó una nueva empresa subsidiaria (Gas Natural Fenosa Chile SA) que pasó a ser la controladora directa de la CGE. La adopción del modelo de gobernanza español, solo ha implicado, hasta la fecha, para la CGE su adaptación a las reglas chilenas. Al contrario, del caso mexicano, donde AB Inbev aplicó su esquema de gobierno corporativo de la matriz en Bélgica a los activos adquiridos en México.

Según la empresa, la toma de control de CGE por parte de Gas Natural Fenosa, conllevó a evoluciones organizacionales importantes para CGE y sus filiales, donde durante el 2015, se crearon las áreas de Auditoría y Compliance; Security; Compras, Servicios Generales, Gestión Inmobiliaria, entre otras. A pesar de estos cambios, cuando se aplicó el indicador a la nueva empresa no se notó una mejora y sí una evolución en la dirección contraria. De un resultado de 7.29 en 2013 éste subió a un 7.94 en el año siguiente, justo después de la adquisición. Esto fue debido a la reducción temporaria del número de directores en el CA, elevando así el porcentaje de consejeros independientes para el 20%. A lo largo del 2015, más cambios fueron hechos en la estructura empresarial. Esto bajó el resultado del indicador a 5.99 al final de 2015. El resultado negativo se debe básicamente a cambios dentro de las normas chilenas. La nueva empresa optó por la exclusión del comité de directores (que hacía las funciones del comité de auditoría y de riesgo) y por no nombrar ningún consejero independiente para el consejo. Estos dos puntos solo son obligatorios en Chile en el caso que la empresa satisfaga ciertas condiciones²⁴.

A pesar de estos cambios aparentemente negativos, la empresa se ve aún en proceso de ajuste de su estructura de gestión. De acuerdo a su informe de gobierno corporativo, el consejo, en su sesión ordinaria celebrada el 1 de febrero de 2016 aprobó el nuevo modelo de gestión de riesgos de la Sociedad que considera el cumplimiento de los estándares de las mejores prácticas de gobierno corporativo que permita la identificación de los principales riesgos que afectan los negocios de CGE, así como también realizar una adecuada gestión de los mismos.”

En resumen, en este caso, la F&A transfronteriza no significó un cambio para mejor del gobierno corporativo de la empresa objetivo sino que, un empeoramiento debido a una brecha en la regulación chilena. También es importante que no hubo un traspaso total del poder decisorio sobre las estrategias empresariales hacia la matriz en España, aunque ahora ella también influye en la toma de decisiones en Chile, lo que podría generar estructuras más simples producto de la F&A.

3. Quickfood (Argentina), Marfrig (Brasil) y BRF (Brasil)

Quickfood es una empresa de procesamiento y envasado de carnes rojas de Argentina, abasteciendo de cortes de carne, sus derivados y productos de marca con mayor valor agregado, tanto al mercado interno como al externo. Quickfood es conocida por su marca de hamburguesas "Paty", pero también comercializa otros productos congelados y subproductos derivados de la carne. Desde que fue creada por la familia Bameule en 1960, la Sociedad ha registrado un crecimiento constante a ritmo sostenido que le permitió posicionarse hoy como una de las líderes en la industria de la carne en la Argentina.

²⁴ Estas condiciones están el Art. 50 bis de la ley 18.046: “Las sociedades anónimas abiertas deberán designar al menos un director independiente y el comité de directores a que se refiere este artículo, cuando tengan un patrimonio bursátil igual o superior al equivalente a 1.500.000 unidades de fomento y a lo menos un 12,5% de sus acciones emitidas con derecho a voto, se encuentren en poder de accionistas que individualmente controlen o posean menos del 10% de tales acciones.”

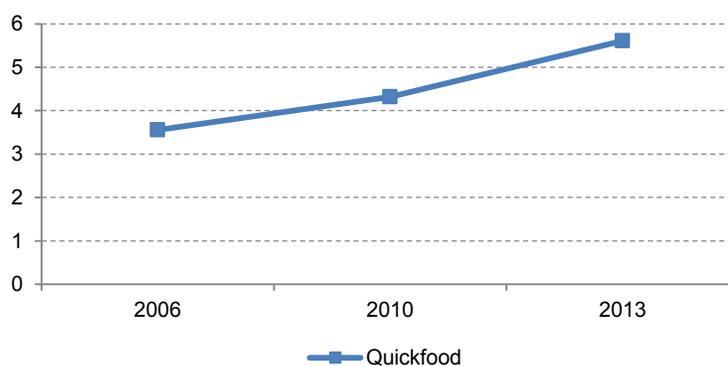
Esta empresa familiar era, hasta el 14 de julio de 1999, propiedad de los señores Luis Miguel Bameule, Guillermo Bameule, Adrián Bameule y su hermana la Sra. Mónica María Bameule de Colombotto, fecha en que los Hermanos Bameule adquirieron el 25% de participación en el capital y votos de Quickfood de la Sra. Mónica María Bameule de Colombotto. En 2002 la empresa abrió su capital en el mercado de valores de Buenos Aires con dos tipos de acciones, la Clase A con derecho a tres votos por acción y la Clase B con derecho a un voto por acción en las asambleas de accionistas. Los hermanos Bameule siguieron controlando la sociedad con cerca de 70% de los derechos de voto.

A finales de 2007, la multinacional brasileña de alimentos y bebidas, Marfrig Frigoríficos e Comércio de Alimentos S.A., adquiere el 70,51% de las acciones de Quickfood por cerca de 140 millones de dólares. Antes de la F&A, Luis Miguel Bameule ejercía los cargos de gerente general y presidente del CA, la empresa tenía un consejo compuesto por ocho miembros de los cuales dos eran independientes. Importante destacar que la sociedad no había adherido al Régimen Estatutario Optativo de Ofertas Públicas de Adquisición Obligatoria en Argentina. Esto exentó a Marfrig de extender la oferta a todos los accionistas. Por decisión de Marfrig, Quickfood conservó su equipo gerencial, inclusive Luis Bameule en el cargo de gerente general (CEO) pero optó por hacer cambios en el consejo, dejando el fundador de Marfrig, Marcos Molina dos Santos, como el nuevo presidente del consejo, y su mujer, Marcia Aparecida Pascoal Marçal Dos Santos, junto a Luis Bameule, como vicepresidentes.

Debido a la fusión de dos grandes frigoríficos brasileños para crear BRF S.A. en 2009, el órgano de competencia en Brasil (CADE) impuso a la nueva empresa la venta de algunos activos en Brasil. Por ello, BRF y Marfrig acordaron en 2012 una permuta de activos. BRF pasó a Marfrig el control de una de sus empresas más un pago adicional de R\$ 350.000.000 y a cambio Marfrig vendió la totalidad de su participación accionaria en Quickfood, que, directa o a través de una tercera, llegaba al 90,05% del capital social. La permuta se dirigió a la actividad de alimentos procesados de Quickfood, mientras que los frigoríficos permanecieron bajo el control de Marfrig.

El impacto en gobierno corporativo con ese nuevo cambio fue aparentemente positivo. Subió el número de consejeros independientes, los dueños fundadores de Marfrig dejaron el consejo, el comité de auditoría, ahora presidido por un consejero independiente, estaba en contacto con la auditoría externa para analizar el estado del sistema de control interno como también sobre posibles situaciones de fraude o conflicto de intereses que fueron verificados mediante el trabajo de auditoría. Parte de ese resultado también puede ser atribuido a los cambios en la regulación argentina que implementó respecto a requerimientos de revelación de información a los accionistas así como la posibilidad de suministrar el código de buen gobierno societario que transparenta la conducción de los negocios de la empresa. En el gráfico 2 se puede ver la evolución del indicador de gobierno corporativo de la empresa en tres momentos distintos. En 2006, cuando era controlada por la familia Bameule, en 2010 cuando estaba bajo el control de Marfrig y en 2013 cuando era controlada por BRF.

Gráfico 8
Gobierno corporativo de la Quickfood S.A.



Fuente: Elaboración propia con base a documentos extraídos de *Bloomberg* y *CNV*.

4. Banco Colpatría (Colombia) y Scotiabank (Canadá)

En noviembre de 1955, Carlos Pacheco Devia lidera a un grupo de inversionistas para constituir la Sociedad Colombiana de Capitalización. En 1961 la familia Pacheco constituyó la Entidad Financiera Colombiana de Inversiones S.A., actualmente Inversiones Colpatría. En 1969, ante las restricciones para constituir un banco nuevo, Colpatría adquiere la mayoría accionaria del Banco de la Costa, con la cual se crea el Banco Colpatría. Como parte de la política integral del Grupo, en 1997 se decide comenzar un proceso de fusión entre la Financiera y la Corporación de Ahorro y Vivienda, al que se uniría el Banco en 1998, constituyéndose legalmente el Banco Multibanca Colpatría.

Banca Colpatría Multibanca Colpatría S.A. está inscrita en valores desde el 24 de agosto de 1990 (Bolsa de Valores de Colombia). En octubre de 2003 se inscribió en el Registro Mercantil de la Cámara de Comercio de Bogotá, como grupo empresarial por parte de la sociedad matriz Mercantil Colpatría S.A., que incluyó las diversas sociedades subordinadas entre las cuales se encontraba el Banco Colpatría Red Multibanca Colpatría S.A.

Para fortalecer la entidad, en 2007 los accionistas firmaron un joint venture con el brazo financiero de General Electric. Colpatría – General Electric firman un exitoso medio de financiación dirigido a un segmento de la población que tradicionalmente no ha sido atendido por el sector financiero colombiano, con el que los usuarios de energía financian sus productos a través de la factura de energía eléctrica, conocido como Crédito Fácil Codensa. En marzo de 2010 junto con dos fondos extranjeros, el Grupo Colpatría, a través de la Unidad de Capital Privado, adquiere Colfondos, el fondo de pensiones y cesantías que estaba en manos del Citi. En mayo 2011 Colpatría le compró a la estadounidense GE el 49,7% de las acciones que la financiera le había vendido en 2007.

En 2011 el Grupo Colpatría decidió emprender una nueva búsqueda de aliado estratégico. El 18 de enero de 2012, el holding Colpatría (Mercantil Colpatría) firmó una alianza estratégica de largo plazo con el banco canadiense Scotiabank quien adquirió el 51% de las acciones de la empresa. Esta operación, que significó una alianza de largo plazo con Mercantil Colpatría grupo financiero mantuvo el 48,7% de las acciones del banco. La alianza de largo plazo, fue financiada mediante una combinación de US\$500 millones en efectivo y 10 millones de acciones ordinarias del capital del Bank of Nova Scotia²⁵. El 3 de abril de 2013, continuando el plan de integración de sus operaciones, el Banco Colpatría (bajo en control de Mercantil Colpatría y Scotiabank) absorbe a Scotiabank Colombia, a través de un intercambio de las acciones de Scotiabank Colombia a las acciones del Banco Colpatría.

En términos de gobierno corporativo, algunos puntos merecen destacarse. En 2007, los accionistas minoritarios podían agruparse en cinco por ciento (5%) de las acciones suscritas para convocar a reuniones extraordinarias, presentar propuestas y plantear temas de interés corporativo o asociados a su condición de accionistas a la Asamblea. Cabe señalar que este punto sufrió posteriormente un retroceso ya que actualmente se requiere de un 25% de las acciones con derecho a voto para abordar temas considerados importantes como por ejemplo las fusiones, escisiones, recapitalización, etc.

El estatuto de la empresa, anterior y posterior a la fusión impedía la participación de ejecutivos de la firma en la junta directiva. Según el estatuto, el gerente general puede formar parte de la Junta Directiva aunque sin voto. Dado que el Presidente de la Junta es elegido dentro de los miembros de la Junta, no queda claro si el gerente general, también podría ser considerado en dicha elección.

La Junta cuenta con comités especializados, integrados por miembros de la misma junta, de las gerencias y externos. Entre ellos: el comité de auditoría, que lo constituyen tres miembros de la Junta. Este comité apoya a la junta en la definición de las políticas y en la ordenación e implementación del diseño de los procedimientos de control interno y en la supervisión de la operación de dicho sistema. Además, tiene autoridad para solicitar a la contratación de personal independiente para apoyar su función. Supervisa funciones y actividades de contraloría y vela por la transparencia en la información financiera y su revelación. Participa en el control Interno y en la selección del auditor externo. En la estructura del modelo de control, se

²⁵ Información azezada en el sitio web de Scotiabank Colombia - http://www.co.scotiabank.com/pdf/Scotiabank_Adquiere_51percent_de_Banco_Colpatria.pdf.

encuentra por debajo de la Junta y por encima del Presidente de la Junta. Otro comité es el comité integral de riesgos compuesto por dos miembros de la Junta, dos asesores externos y el presidente del banco, que se reúnen tres veces al año. Tiene a su cargo las políticas y procedimientos para la administración de riesgos, con el poder de crear los subcomités que se requieren para la administración de riesgos. Garantiza la calidad de la información y procesos operativos y tecnológicos de la firma. El comité de activos y pasivos conocido como ALCO, tiene como objetivo garantizar la adecuada organización, monitoreo o seguimiento de los riesgos de las actividades de tesorería, orientando los parámetros para manejar la situación de liquidez del banco. Es conformado por miembros de la Junta, se reúne periódicamente y reporta a la Junta. Ya el comité de nominaciones y remuneraciones, propone las políticas de selección, contratación, capacitación, desarrollo de la carrera, evaluación de desempeño, bienestar y comunicación organizacional. Se reúne trimestralmente con la participación de miembros de la junta directiva.

La convocatoria y el desarrollo de las reuniones de la asamblea general, para el proceso de fusión del 2012, se dieron en cumplimiento estricto a lo establecido en el estatuto social, al Código de Buen Gobierno y al Reglamento de la Asamblea General de Accionistas. Se observan pocos cambios en relación a la junta directiva. Con el ingreso de Scotiabank, el consejo del Banco no cambió de tamaño, continuando con siete miembros. La única diferencia es que después de la fusión, cuatro de los miembros eran ahora nombrados por la entidad canadiense y los restantes por el Grupo Colpatria. El estatuto también requería un mínimo de dos consejeros independientes, a pesar de que en 2010 y 2012 antes y después de la fusión, el número de independientes era de tres. Además, los consejeros siguen siendo elegidos por un período de dos años, con reelecciones indefinidas.

Las áreas de riesgo, operaciones, finanzas y auditoría fueron reforzadas por ejecutivos de Scotiabank, aunque se mantuvieron a los principales altos ejecutivos colombianos de la empresa. No hubo cambios significativos en el direccionamiento estratégico de la misma.

Las decisiones de la Asamblea General de Accionistas se toman con la mitad más una de las acciones suscritas y en circulación de la Sociedad. Salvo algunos asuntos que requerirán del voto favorable equivalente al (75%) de las acciones suscritas y en circulación tales como: fusiones escisión de la sociedad, cualquier recapitalización de sociedad o de sus filiales, aumentos de capital, la emisión de cualquier valor, desliste de valores de la sociedad, modificación a las facultades de cualquier comité, delegación o la revocación de cualquier poder o facultad de los accionistas. Cambio en el número de miembros que componen la junta directiva de la Sociedad o cualquiera de sus subsidiarias, cambio en los poderes de los directores de la Sociedad, en los quórums requeridos para adelantar actividades o en las mayorías requeridas para la adopción de decisiones²⁶.

El consejo, crea los comités dependientes que considere necesarios para el buen funcionamiento de la Sociedad. También determina y modifica, cada vez que lo estime conveniente, las políticas que deberán acatar en su funcionamiento los comités dependientes de ella. Además, aprueba la actualización o modificación del —Código de Buen Gobierno Empresarial— de la Sociedad, cuando fuere necesario. Otra atribución es la determinación la remuneración de los administradores y de aquellos que se desempeñan en cargos especiales o muy particulares, así como el establecimiento de políticas salariales de la Sociedad. En el 2015 once comités apoyaban al consejo: Comité de Auditoría, Comité de Cumplimiento y Monitoreo Regulatorio, Comités de Crédito, Comité de Gobierno Corporativo, Comité Directivo, Comité ALCO, Comité de Inversiones (RAC), Comité de Riesgo Reputacional, Comité de Servicio al Cliente, Comité de Riesgo Operativo y Nuevos Productos y Comité de Nominación y Compensación.

Los accionistas controladores en el tercer trimestre de 2016 todavía eran el grupo Colpatria, con 48,7832% y el Bank of Nova Scotia, con 50,9984%. Otros minoritarios tenían el 0,2184% de las acciones.

La adquisición de 51% de las acciones de Colpatria por el banco canadiense no llevó a muchos cambios en la estructura de gobierno corporativo del banco colombiano. Se reformaron algunos puntos del estatuto social y también se hicieron cambios en la composición del consejo. A pesar de eso, la entrada de Scotiabank

²⁶ Banco Colpatria Multibanco Colpatria S.A. Estatutos Sociales 2012 <https://www.banco.colpatria.com.co/Inversionistas/pdf/estatutosocial.pdf>.

no impactó mucho en el resultado del indicador que pasó de 6,18 en 2010 y 2012 a 6,36 en 2015. Esta diferencia se debe al hecho de que en 2015 se había constituido el Comité de Nominación y Compensación, que tenía como objetivo efectuar recomendaciones a la Junta Directiva y a la Presidencia del Banco sobre aspectos y procesos relacionados con el talento humano.

5. Banco de la Producción S.A. Produbanco (Ecuador) y Promerica (El Salvador)

El 26 de febrero de 2014 el Banco de la Producción S.A. Produbanco publicó un comunicado en la Bolsa de Valores de Quito informando que Promerica Financial Corporation, con sede en El Salvador había adquirido el 56%. El precio de esta demanda es de USD 1,20 por cada acción, esto es, USD 130.368.000,00 por las 108.640.000 acciones demandadas. Las empresas Framesi Holdings S.A., Plucaribe Holdings S.A. que controlaban más del 10% del capital de la empresa fueron las partes vendedoras. También el gerente general Abelardo Pachano Bertero, el director Carlos Gallegos Domínguez y el Vicepresidente de Banca Empresarial y PYMES José Ricaurte Vela vendieron sus acciones en la compañía.

No se encontró otro tipo de información en las Bolsas o Superintendencia de Bancos respecto de la estructura de control de la empresa ni antes ni después de la fusión. La única información que la Bolsa de Quito (hechos relevantes) publicó es que Promerica Financial Corporation adquirió el 56% de las acciones. También se sabe que tuvo la intención de adquirir más acciones en otras tres oportunidades, el 28/01/2015, el 28/12/2015 y el 08/01/2016 respectivamente, pero no siempre hubo el detalle de cuántas acciones fueron adquiridas. La Superintendencia de Bancos actualmente sí expone la información de todos los accionistas de la empresa con su respectiva nacionalidad pero omite información sobre el porcentaje de control. Esto muestra una cierta falta de transparencia sobre los negocios en Ecuador.

Otras informaciones que hace pública la Superintendencia de Bancos son acerca de la composición del actual directorio, así como también de quiénes son los gerentes, el representante legal y los auditores internos y externos.

A pesar de que algunos puntos del indicador podrían ser respondidos con la información disponible, como los cambios en el consejo y la composición de la gerencia después de la fusión, el hecho es que no se encontró publicado en las Bolsas documentos clave de la empresa, como el estatuto o un informe anual, lo cual ha imposibilitado hacer un análisis de la operación de F&A en términos de gobierno corporativo.

6. Sociedad Minera La Cima SA (Perú) y Gold Fields (Sudáfrica)

A fines del año 2003, la Sociedad Minera La Cima SA fue constituida por la familia Gubbins como propietaria de todos los derechos mineros y de los terrenos en que se encuentra el Cerro Corona, en el departamento de Cajamarca, Perú. La empresa pre-operativa abrió su capital en la Bolsa de Lima en 2004 con dos tipos de acciones, 87,73% con derecho a un voto (de las cuales 87,03% estaban con la familia Gubbins) y 12,27% sin derecho a voto.

Los miembros de la familia representaban seis de los siete miembros del consejo. A pesar de no pertenece el gerente general a la familia fundadora, se admitía el vínculo por afinidad o consanguinidad entre los directores y los accionistas principales de la empresa y ninguno era considerado independiente. Además no había comités para asesorar el consejo en sus funciones de evaluar, aprobar y dirigir la estrategia corporativa. Entre los puntos positivos en la categoría de transparencia destacaban una completa exposición de los accionistas que detenían las acciones con derecho a voto, así como la existencia de un departamento responsable de atender las solicitudes de los accionistas o de personas relacionadas. Por otro lado, la empresa no tenía un sitio web, herramienta importante para la difusión de información. El indicador de gobierno corporativo para la Sociedad a fines de 2005 obtuvo una puntuación de 3,91.

El 5 de Enero de 2006 concluyó la Oferta Pública de Acciones (OPA) efectuada por Gold Fields Limited (Sudáfrica) para la adquisición de hasta el 100% de las acciones con derecho a voto y representativas del capital social. Como resultado de la OPA, Gold Fields Limited adquirió 48.901.566 acciones con derecho a voto, las cuales representan el 92,014% del capital social con derecho a voto y 80,72% de la totalidad de las acciones de la

empresa. El 30 de enero de 2006, la Junta General de Accionistas aceptó las renunciaciones de los consejeros y gerentes de la empresa que fueron reemplazados por profesionales seleccionados por Gold Fields Limited.

La empresa adquirida, que se pasó a llamar Gold Fields La Cima SA, empezó las operaciones en la unidad minera Cerro Corona en 2008, el mismo año que su asamblea de accionistas aprobó un aumento de capital. La emisión de nuevas acciones no cambió la proporción de acciones con y sin derecho a voto ni la participación de Gold Fields Limited en la empresa, solo proporcionó la entrada de más accionistas minoritarios en la empresa. El número total de accionistas alcanzó una cifra de 4.336 a finales de 2008, frente a los 2.271 a finales de 2006.

En términos de gobierno corporativo, el impacto de la nueva gestión ya se podía notar en junio del 2009 con la incorporación de la empresa en el Índice de Buen Gobierno Corporativo de la Bolsa de Valores de Lima (BVL). Esto también se vio reflejado en el puntaje del indicador que subió a 5,73 en el 2010. Entre los cambios están la inclusión de consejeros independientes en el consejo y el intento de separar el consejo y de la gerencia con la remoción de los parientes en primer grado y en segundo grado de consanguinidad, o parientes en primer grado de afinidad, o cónyuge. Importante notar que a pesar de no haber vínculo con otros miembros, el gerente general, Juan Luis Kruger Sayán, también era miembro del consejo. Como un esfuerzo para dar voz a los minoritarios ahora era posible que un accionista con el 5% del capital votante pudiese convocar a una asamblea de accionistas. Un punto aún frágil en la estructura organizacional de la empresa era el de los comités que asesoraban la toma de decisiones por parte del consejo. La empresa no tenía ni comité de riesgo ni comité de auditoría, a pesar de que había un comité de evaluación y aprobación de cuentas que revisaba y aprobaba la presentación de los estados financieros a la Comisión Nacional Supervisora de Empresas y Valores (CONASEV).

En el 18 de marzo de 2011, Gold Fields Limited anunció una OPA para adquirir todas las acciones comunes y de inversión listadas en la Bolsa de Valores de Lima (BVL). El precio de oferta fue S / 4.20 por acción, referente a un premio mayor de 30% sobre el precio promedio durante los seis meses anteriores a la propuesta. Terminado el período de la OPA, Gold Fields Limited aumentó su participación en la empresa de 80,7% a 98,5%. En septiembre 2013, se procedió a la exclusión de la totalidad de acciones comunes y de las acciones de inversión de la Sociedad del Registro de Valores de la BVL y del Registro Público del Mercado de Valores.

En resumen, la entrada de un nuevo accionista controlador en una empresa normalmente trae consigo cambios en la estructura de gobierno corporativo que pueden impactar a cada empresa de manera distinta. Los casos aquí documentados muestran que ese cambio fue, para la mayoría de ellos, positivo en el ámbito del gobierno corporativo. Esto pasó en muchos casos por tratarse de empresas compradoras multinacionales con estructuras decisorias complejas que estaban adquiriendo empresas con menor nivel de complejidad, muchas veces con una estructura familiar. A pesar de que estos casos mostraron evidencia en la dirección de favorecer las F&A como una manera de mejorar las prácticas de gobierno corporativo de la empresa objetivo, esta sección se aleja de las conclusiones como tal por no considerar otros factores que pudieron haber llevado a esa mejora como el impacto de nuevas leyes, hechos específicos a cada empresa, y otros.

IV. Modelo empírico: determinantes del premio pagado

En esta sección se busca analizar el impacto de gobiernos corporativos en el premio pagado por una empresa que adquiere una empresa objetivo. Se propone un modelo y se analizan operaciones con empresas objetivo localizadas en: Argentina, Brasil, Chile, Colombia, Ecuador, México y Perú.

La literatura de los determinantes del premio pagado en una F&A se ha concentrado principalmente en países desarrollados y en sectores específicos²⁷. En este trabajo se aporta evidencia sobre un grupo específico de empresas y se estudian los principales determinantes del premio pagado en operaciones de F&A transfronterizas en América Latina, cuyas operaciones se encuadran como IED.

A. Revisión bibliográfica

Algunos trabajos han intentado abordar el tema de gobierno corporativo y la valoración de una F&A en un pasado reciente. La multiplicidad de estudios sobre el tema disponen de medidas distintas para el premio, períodos, países y sectores, lo que complejiza su comparación. Esta sección se enfoca principalmente en trabajos que incluyen el tema de gobiernos corporativos entre los potenciales determinantes del premio.

Rossi y Volpin (2004) encuentran que un indicador de protección de los minoritarios impacta positivamente en el premio pagado. Esto evidencia que los compradores pagan más por marcos ya desarrollados de protección a los minoritarios donde no necesitan incurrir en costos por el cambio de estructura. Un punto importante a destacar es que las empresas de EEUU y del Reino Unido, que son la mayoría en la muestra, parecen conducir ese resultado. Una vez que se incluyen *dummies* de estos países en el análisis el impacto desaparece. Hagendorff et al (2012) no encuentran que ese impacto sea significativo en su muestra del sector bancario europeo.

Según Moller (2005) cuando un máximo de 40% de los consejeros de directorios de las empresas objetivo son internos de la empresa, el premio se reduce en casi 7%. Lo que evidencia que cuanto mayor el porcentaje de independencia del consejo mayor será el valor pagado por activo por parte del comprador.

²⁷ Rossi y Volpin (2004), Moller (2005), Brewer, Jacson y Jagtiani (2007), Thraya y Hagendorff (2010) y Hagendorff et al (2012) son ejemplos de estos estudios.

Brewer, Jacson y Jagtiani (2007) encuentran un impacto positivo robusto y significativo en el premio pagado cuando un porcentaje mayor a 77,78% del consejo es independiente²⁸.

Otro mecanismo que podría reducir los conflictos de agencia toma la forma de contratos con incentivos. En ellos, el contrato de los ejecutivos vincula su remuneración al desempeño de la empresa, o sea, se les compensa con parte de la propiedad de la empresa. Brewer, Jacson y Jagtiani (2007) crean una dummy igual a uno cuando los ejecutivos tienen más de 4,82% de la propiedad (la mediana de su muestra). Ellos encontraron un impacto robusto y negativo. Moller (2005) encontró un resultado similar pero analizando solo el impacto de la propiedad del CEO mayor o igual a 5%.

Otro tipo de organización corporativa que reduce conflictos de interés es la presencia de inversionistas institucionales, como controladores independientes que pueden fiscalizar las acciones de los ejecutivos, tales como los fondos de pensiones por ejemplo. Moller (2005) encontró un impacto positivo en esta relación. Mientras que Brewer, Jacson y Jagtiani (2007) encontraron un valor negativo cuando la usaron en el cálculo del premio a valor de mercado. Mientras que ese impacto es no significativo cuando usan el valor contable.

Hagendorff et al (2012) prueba el vínculo entre la regulación bancaria interna o externa de un país y un mayor o menor premio pagado. Su resultado fue negativo y su explicación es que cuando se compran empresas extranjeras, por estar en un ambiente más complejo, por ejemplo regulaciones más estrictas, pueden aumentar la confianza del comprador sobre las prácticas de la empresa objetivo.

Además de estas variables, existen otras relacionadas con la empresa objetivo y la compradora, así como características del negocio y del mercado que son importantes para determinar el valor pagado por activo. Dentro de las variables de las empresas se analiza el impacto del tamaño de la empresa objetivo y el tamaño relativo entre ella y el comprador (medido por el ratio entre los activos de la empresa objetivo y la empresa compradora). Rossi y Volpin (2004) encontraron una relación robusta y negativa entre los activos de la empresa objetivo y el premio pagado. Moller (2005) y Brewer, Jacson y Jagtiani (2007) encontraron ese efecto significativo solo cuando usaron la variable de tamaño relativo. Otros trabajos no detectaron la existencia de la relación para sus respectivas muestras (Díaz y Azofra, 2009; Thraya y Hagendorff, 2010; Hagendorff et al., 2012).

Mayor rentabilidad de la empresa objetivo indica que es una empresa con mayor potencial de crecimiento y bien gestionada. Díaz y Azofra (2009) y Hagendorff et al (2012) detectaron una relación positiva entre rentabilidad y el premio pagado. De manera similar una mayor rentabilidad de la empresa que adquiere puede justificar un mayor premio pagado. Brewer, Jacson y Jagtiani (2007) encuentran una relación robusta y positiva para los bancos americanos en su muestra. Hagendorff et al (2012) también argumentan que los compradores pagaron más por empresas, lo que les ayudaría a reducir el riesgo (hipótesis de diversificación). Por esa razón, los compradores pagarían menos por una empresa con una gran varianza en su rentabilidad o con gran covarianza en su rentabilidad en un período ex ante a la F&A. Empíricamente, solo la varianza de las ganancias de la empresa adquirida impacta negativamente en el premio, una vez que la covarianza es positiva para distintas especificaciones.

Para los trabajos que evalúan el premio en el sector bancario es una praxis evaluar la relación entre endeudamiento y el premio pagado, en ambas la empresa adquirida y la compradora. Los estudios de Brewer, Jacson y Jagtiani (2007), Díaz y Azofra (2009) y Hagendorff et al (2012) utilizan patrimonio neto sobre total de activos, que es el inverso de la relación de endeudamiento. En dos de los tres trabajos se detectó una relación negativa con este ratio de la empresa objetivo. También en dos de estos trabajos se observó que el premio pagado era mayor cuando el comprador tenía un patrimonio neto mayor.

Un resumen del impacto de estas variables conjuntamente con otras variables referentes a la característica del negocio, mercado y controles de industria y año son presentadas en el cuadro 13.

²⁸ Ese valor corresponde al valor mediano de su muestra. El número es relativamente alto por la muestra solo incluir empresas americanas del sector bancario.

Cuadro 13
Determinantes del Premio Pagado

Autores	Impacto Esperado	Rossi y Volpin (2004)	Moeller (2005)	Brewer, Jacson y Jagtiani (2007)	Díaz y Azofra (2009)	Thraya y Hagedorff (2010)	Hagedorff et al. (2012)
Publicaciones		<i>Journal of Financial Economics</i>	<i>Journal of Financial Economics</i>	<i>Federal Reserve of Kansas City</i>	<i>International Journal of Banking</i>	<i>working paper HAL</i>	<i>Journal of Banking and Finance</i>
Medida del premio		Valor de Mercado	Valor de Mercado	Valor de Mercado	Valor Contable	Valor de Mercado	Valor Contable
Muestra (Número de operaciones, país y sector)		4007	372, EEUU	392, EEUU, bancario	81, UE, bancario	231, UE	171, UE, bancario
Período		1990-1999	1990-1999	1990-2004	1994-2000	1994-2001	1997-2007
Protección de los accionistas	+	Positivo					No significativo
Tamaño del consejo	+/-			No significativo			
Independencia del consejo	+		Positivo y robusto	Positivo y robusto			
Propiedad de los ejecutivos	+/-		Negativo y robusto	Negativo y robusto			
<i>Blockholders</i> independientes	+		Positivo	Negativo			
Fuerza de regulación bancaria/F&A's transfronterizas	+						Positivo (sin verificación de robustez)
Tamaño de la Target	-	Negativo y robusto	No significativo		No significativo		
Tamaño Relativo	+/-		Negativo y robusto	Negativo y robusto	No significativo	No significativo	No significativo
Valor de mercado/valor contable Target	+/-			No significativo			
Rentabilidad empresa objetivo	+		Sí (no presentado)	No significativo	Positivo y robusto		Positivo y robusto
Varianza Rentabilidad Empresa objetivo	-			No significativo			Negativo y robusto
Patrimonio Neto/Activos Empresa objetivo	-			No significativo	Negativo y robusto		Negativo y robusto
Crecimiento Activos Empresa objetivo	+				No significativo		
Valor de mercado/valor contable compradora	+	No significativo		Positivo y robusto			
Rentabilidad Compradora	+			Positivo y robusto	No significativo		
Varianza Rentabilidad Compradora	-			No significativo			
Covarianza Rentabilidad	-			No significativo			Positivo y robusto
Patrimonio Neto/Activos Compradora	+			Positivo y robusto	No significativo	Positivo y robusto	
Crecimiento Activos compradora	+				No significativo		
Medios de Pago – Dummy de efectivo	-		Positivo y robusto		Negativo y robusto	No significativo	
Dummy Transfronteriza	+	Positivo y robusto			No significativo		Negativo

Cuadro 13 (conclusión)

Autores	Impacto Esperado	Rossi y Volpin (2004)	Moeller (2005)	Brewer, Jacson y Jagtiani (2007)	Díaz y Azofra (2009)	Thraya y Hagendorff (2010)	Hagendorff et al. (2012)
Dummy de toma hostil	+	No significativa	Positivo y robusto			No significativa	
Dummy OPA	+	Positivo y robusto	Negativo y robusto			Negativo	
Dummy oferta controversia	+	Positivo y robusto					
Dummy si la empresa objetivo y la compradora son del mismo sector	-					Positivo y robusto	
Concentración del mercado	+				No significativa		No significativa
Dummies de país		Positivo (sin verificación de robustez)			sí		
Dummies de tiempo		Sí	Sí		sí		
Dummies de industria		Sí	sí	N.A.	N.A.		N.A.

Fuente: Elaboración propia.

B. Modelo y resultados empíricos

Para estudiar la relación entre gobiernos corporativos y el premio pagado en operaciones de F&A se utilizará Mínimos Cuadrados Ordinarios (MCO) y un estimador robusto a observaciones con mucha influencia en el resultado (outliers), el M-Estimator²⁹.

El modelo estimado toma la siguiente forma:

$$PREMIUM_i = \beta_0 + \beta_1 CorpGov_p + \beta_2 RS1_i + \beta_3 \ln TA_i + \beta_4 LevR1_i + \beta_5 MROA_i + \beta_6 AMROA_i + \beta_7 ALevR1_i + \beta_8 MTB1_i + \beta_9 ADR_i + \beta_{10} SameIndustry_i + \sum \beta_m Country_i + \sum \beta_j Year_i + \sum \beta_z Industry_i + \varepsilon_i.$$

Donde i representa cada operación de F&A, p el país de origen de la empresa. Letras suscritas m , j y z representan los coeficientes para las *dummies* del país, sector y año.

Para acceder a conclusiones más robustas, este trabajo optó por usar ambas medidas del premio. En la primera, la variable del premio fue construida de la siguiente forma:

$$\ln_PREM_i = \ln \left(\frac{\text{monto pagado}}{\text{patrimonio neto} \times \text{porcentaje adquirido}} \right).$$

Empresas con patrimonio neto negativo fueron excluidas del análisis por distorsionar la variable debido a que conceptualmente no puede haber un premio negativo. La otra medida del premio fue construida de la siguiente forma:

$$\ln PREMIUM4_i = \ln \left(\frac{\text{monto pagado}}{\text{valor de mercado} \times \text{porcentaje adquirido}} \right),$$

donde la variable del valor de mercado es igual al valor de las acciones 30 días antes del anuncio de la F&A multiplicado por el número de acciones. Las demás variables usadas en el análisis fueron construidas de la siguiente manera:

- $CorpGov_p$ = Índice de gobierno corporativo del país p en el año anterior a la F&A;

²⁹ Para más informaciones sobre el M-Estimator ver el anexo 4 o Verardi y Croux (2009).

- $RS1_i$ = Tamaño relativo (*relative size*) el año anterior a la F&A (activos totales – *target* dividido por los activos totales - *acquirer*);
- $\ln TA_i$ = logaritmo de activos totales (*target*) el año anterior a la F&A;
- $MROA_i$ = promedio de los tres años anteriores a la F&A del ratio —utilidad neta / activo total” (empresa objetivo);
- $LevR1_i$ = Total de la deuda sobre activos totales (*target*) en el año anterior a la F&A;
- $MTB1_i$ = Valor de mercado sobre patrimonio neto (*target*) en el año anterior a la F&A;
- $AMROA_i$ = promedio de los tres años anteriores a la F&A del ratio —utilidad neta / activo total” (*comprador*);
- $ALevR1_i$ = Total de la deuda sobre activos totales (*target*) en el año anterior a la F&A;
- ADR_i = *Dummy* igual a uno si la *target* emitió *American Depositary Receipts (ADR)*;
- $SameIndustry_i$ = *Dummy* igual a uno si la empresa comprador y la adquirida son del mismo sector;
- $\sum \beta_m Country$ = *Dummies* de país;
- $\sum \beta_j Year$ = *Dummies* de año;
- $\sum \beta_z Industry$ = *Dummies* del sector de la empresa adquirida;
- ε_i = Residuo.

Dentro de las operaciones de F&A, encuadradas dentro de IED, se optó por excluir las operaciones que eran flujos de salida de IED, o sea, que una empresa doméstica adquiera activos en su territorio nacional de una empresa extranjera. La intuición detrás de esta decisión es que las empresas compradoras, en este caso, ya tienen conocimiento de las leyes y reglas de gobierno corporativo de su propio país y esto no debería afectar su oferta por la empresa objetivo. El proceso detallado de elección del modelo es presentado en el anexo 4. Las cuatro primeras columnas del cuadro 14 presentan los resultados de la estimación del modelo con \ln_PREM_i como variable dependiente y las cuatro últimas, $\ln PREMIUM4_i$ como variable dependiente. Antes de proseguir con las conclusiones es importante destacar que cuando se usa el premio calculado con el patrimonio neto, no se puede analizar los efectos marginales de las variables que son construidas con el total de activos (ROA, Lev1, $\ln TA1$ y $RS1$) porque eso hace parte de una identidad contable que incluye el patrimonio neto (total de activos = total de pasivos + patrimonio neto). Por tanto, la condición de *ceteris paribus* no puede ser garantizada, lo que invalida la interpretación de los coeficientes pero no la dirección de la relación.

Los resultados de los determinantes del premio pagado por operación de F&A (consideradas IED) no apuntan hacia un impacto claro de la regulación a nivel nacional para explicar el premio pagado. A pesar de salir positivo para la mayoría de las especificaciones, el resultado es insignificante a 5% de confianza para todas las especificaciones. En los cuatro primeros modelos se puede concluir que un mayor promedio de ROA así como un mayor apalancamiento están correlacionados con un mayor premio pagado. Las variables del tamaño de la empresa objetivo también se mostraron robustas y negativamente correlacionadas con la variable dependiente. Para la muestra definida, la rentabilidad promedio del comprador y el hecho de que la empresa objetivo y la compradora sean de la misma industria muestran un impacto positivo en el premio, aunque el resultado no es robusto al cambio de especificaciones. Analizando los demás modelos, que utilizan el premio sobre el valor de mercado, se nota que los resultados no son robustos al cambio de la variable dependiente. Lo que se observa en primer lugar es que los modelos tienen un bajo poder explicativo, así como una baja eficiencia, lo que puede ser debido a un número menor de grados de libertad como también a la necesidad de otras variables para explicar esa otra medida del premio. Una distinción conceptual de las dos variables del premio es importante en ese punto del análisis. El premio sobre el patrimonio neto es un valor más tangible, o sea cuánto pagó la empresa por el monto que los dueños aportaron a la misma. Ya el premio sobre el valor de mercado refleja la expectativa de los inversionistas para el futuro de la empresa contra la expectativa de la empresa ofertante sobre ese futuro.

Cuadro 14
Análisis determinantes del premio pagado^a

Variable Dependiente	<i>ln_PREM</i>				<i>lnPREMIUM4</i>			
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)
Variables	HC OLS	M-EST	HC OLS	M-EST	HC OLS	M-EST	HC OLS	M-EST
CorpGov	0,171* (0,0940)	0,101 (0,318)	0,161 (0,375)	0,0804 (0,520)	0,117 (0,176)	0,0301 (0,666)	-0,0600 (0,625)	-0,224* (0,0688)
RS1			-0,00236* (0,0812)	-0,00243 (0,113)			-0,000891 (0,330)	-0,000710 (0,561)
lnTA1	-0,136** (0,0115)	-0,0473 (0,293)	-0,137** (0,0262)	-0,110** (0,0330)	-0,0448 (0,255)	-0,0873** (0,0120)		
MROA	0,0290*** (0,00717)	0,0371*** (2,33e-06)	0,0369*** (0,000199)	0,0312*** (0,000129)	-0,00536 (0,444)	-0,0131** (0,0313)	0,000227 (0,979)	2,22e-05 (0,998)
LevR1	0,0154*** (0,000943)	0,00871** (0,0231)	0,0193*** (0,000538)	0,0115*** (0,00591)	0,000452 (0,857)	0,00194 (0,417)	0,00163 (0,632)	0,00204 (0,536)
AMROA			0,00954* (0,0558)	0,00825 (0,128)			-0,00614 (0,520)	-0,0108 (0,245)
ALevR1			0,00464 (0,275)	0,00566 (0,210)			2,14e-05 (0,995)	0,000415 (0,919)
ADR	0,179 (0,426)	0,0761 (0,695)	0,0272 (0,915)	0,165 (0,463)	-0,0922 (0,595)	0,000161 (0,999)	-0,214 (0,215)	-0,188 (0,263)
SameIndustry	-0,217 (0,194)	-0,0335 (0,818)	-0,0418 (0,849)	0,353* (0,0629)	0,0606 (0,612)	0,128 (0,242)	0,0450 (0,819)	0,0766 (0,666)
MTB1					6,73e-05 (0,630)	1,34e-05 (0,894)	-2,03e-05 (0,873)	-2,69e-05 (0,847)
Constante	0,615 (0,220)	-0,0458 (0,923)	0,240 (0,747)	-0,380 (0,490)	0,777** (0,0273)	1,129*** (0,000603)	0,813* (0,0559)	0,860* (0,0661)
Observaciones	178	181	129	133	134	137	104	107
R-cuadrado	0,332	0,359	0,451	0,473	0,262	0,460	0,283	0,338
VIF	2,23		3,44		2,45		4,50	
RESET	0,320	0,320	0,945	0,945	0,419	0,419	0,834	0,834
r2_a	0,190	0,225	0,261	0,298	0,0283	0,294	-0,0549	0,0391
df_m	30	31	32	33	30	32	31	33
df_r	146	149	95	99	101	104	70	73

Fuente: Elaboración propia basado en resultados del modelo.

^a La variable dependiente es el *ln_PREM* (logaritmo del premio pagado sobre el patrimonio neto) para los cuatro primeros modelos y *lnPREMIUM4* (logaritmo del premio pagado sobre el valor de mercado) para los demás. Los valores reportados debajo de los coeficientes son los p-values y los asteriscos muestran la significancia del coeficiente a 1% (***) y 10% (*). Las pruebas reportadas son respectivamente, un indicador de multicolinealidad, VIF - Variance Inflation Factor (regla de oro VIF <10), el p-valor del teste RESET de Ramsey (H0: modelo no tiene variables omitidas). Además se reporta también el valor del R2, el R2 ajustado, así como los grados de libertad del modelo (df_m) y del residuo (df_r). Variables de control omitidas del cuadro: dummies de país, sector y año.

Otras hipótesis que podrían influenciar ese resultado fueron testeadas y rechazadas. Los resultados son incluidos en el anexo 4. La primera hipótesis es que el impacto de las leyes de gobierno corporativo solo sea importante para determinar el premio pagado en el caso de que el país aplique sanciones a las empresas que no respetan las leyes. Para probar esa hipótesis se agregó al modelo el índice de *rule of law* del Banco Mundial (Kaufmann *et al.*, 2011) un término más de interacción con el indicador de gobierno corporativo. El resultado tampoco salió significativo y robusto para diferentes especificaciones. La otra hipótesis es que diferentes prácticas de gobierno corporativo, separadas por categorías pudiesen impactar de maneras distintas el premio pagado. Esto tampoco mostró una influencia significativa en el premio pagado.

El indicador utilizado es un intento de evaluar la normativa, ponderando algunos de sus puntos, que pueden influir en los conflictos de interés involucrados en las operaciones de F&A, después de revisar la literatura. Es importante destacar que diferentes ponderaciones pueden llevar a diferentes resultados. Para enfrentar críticas potenciales sobre esa característica del indicador, este trabajo prueba si puntos específicos de la regulación han impactado en el premio pagado por las empresas de la muestra analizada. Para eso se crearon las siguientes variables listadas en el cuadro 15.

Cuadro 15
Aspectos específicos de la normativa

Variables	Característica	Descripción
PctIndpReg	Dummy	Valor igual a uno si la regulación requería un porcentaje de consejeros independientes mayor que 20%.
CEODuality	Dummy	Valor igual a uno si había alguna disposición en la normativa que prohibía al CEO ejercer el papel de presidente del CA.
AuditCom	Dummy	Valor igual a uno si la normativa requería que las empresas tuviesen un comité de auditoría constituido.
PctExtrMeeting	Porcentaje	Porcentaje de control que la regulación de los países requería para poder convocar a una asamblea extraordinaria.
InfoDisp	Dummy	Valor igual a uno si la normativa requiere que accionistas con más de 20% de control provean informaciones a los órganos reguladores y al mercado.

Fuente: Elaboración propia.

Los cuadros 16 y 17 muestran los resultados de incluir variables que abordan puntos específicos de la regulación. Analizando los determinantes de la primera proxy del premio pagado (cuadro 16), se observa que para las regulaciones donde se obliga a los controladores, con más de 20% de propiedad con derecho a voto, a proveer información al mercado el premio pagado es casi 95% mayor. A pesar de que en algunos modelos ese impacto varía, el resultado se mostró robusto a diferentes especificaciones y a la remoción de observaciones con influencia. Otra variable que se mostró significativa para dos de las seis regresiones fue el hecho de que la regulación obliga a un número mínimo de 20% de independientes en el consejo (*PctIndpReg*). Cuando se cambia a la otra proxy del premio, persiste el problema de bajo nivel explicativo. La *dummy* de consejeros independientes se mostró positiva y robusta para esa medida del premio. Ese resultado apunta a que, si el país pasa una regulación que obliga a las empresas a tener un mínimo de 20% de independientes, el premio pagado en relación al valor de mercado de empresas de ese país debe aumentar de 67% a 127%. Las otras variables no se mostraron robustas a los cambios analizados. A pesar de que el resultado parece apuntar en dicha dirección, éste puede estar vinculado a otras disposiciones que coincidentemente fueron aprobadas en los diferentes países. Esta confirmación requeriría de un análisis más detallado sobre las normativas, de tal forma de identificar otros puntos que fueron aprobados simultáneamente con los temas arriba identificados.

Otro tema importante que merece algunos comentarios se refiere al problema de endogeneidad presente en todas las estimaciones lineales. Este estudio buscó minimizar el problema incluyendo la variable de gobierno corporativo en un período anterior, para evitar problemas de causalidad inversa (*reverse causality*). Igualmente, para minimizar el problema del sesgo de variable omitida (*omitted variable bias*) fueron incluidas *dummies* de país, sector y año, lo que ayuda a minimizar la probabilidad de que el problema ocurra, pero sin garantizar que esto no ocurra. Más esfuerzos, como por ejemplo la desagregación del número de los sectores para captar más particularidades de ellos, no pudieron ser realizados debido al número limitado de observaciones que satisfacían el criterio de la muestra.

Cuadro 16
Determinantes del premio pagado sobre el patrimonio neto: aspectos específicos de la normativa^a

Variables	(1) HR OLS	(2) HR OLS	(3) M-EST	(4) HR OLS	(5) HR OLS	(6) M-EST
PctIndpReg	0,723* (0,0750)	0,975** (0,0242)	0,359 (0,342)	0,620 (0,167)	0,608 (0,209)	0,263 (0,559)
CEODuality	-0,919* (0,0630)	-0,426 (0,264)	-0,362 (0,384)	-0,377 (0,423)	0,0448 (0,902)	-0,103 (0,837)
AuditCom	-0,238 (0,464)	-0,819* (0,0629)	-0,580 (0,189)	0,198 (0,601)	-0,610 (0,332)	-0,472 (0,412)
PctExtrMeeting	0,0595 (0,104)	-0,0156 (0,661)	-0,00734 (0,852)	0,00404 (0,919)	-0,0601** (0,0175)	-0,0383 (0,453)
InfoDisp	0,423* (0,0614)	1,059** (0,0106)	0,957** (0,0239)	0,401 (0,125)	0,976** (0,0258)	0,966* (0,0597)
InTA1	-0,171** (0,0465)	-0,149* (0,0792)	-0,0652 (0,141)	-0,156** (0,0105)	-0,251*** (0,00895)	-0,131** (0,0156)
MROA	0,0192 (0,256)	0,0209 (0,220)	0,0350*** (5,24e-06)	0,0288** (0,0141)	0,00822 (0,682)	0,0311*** (0,000247)
LevR1	0,00847 (0,241)	0,00943 (0,194)	0,00896** (0,0187)	0,0228*** (8,09e-05)	0,0185*** (0,00435)	0,0137*** (0,00249)
AMROA				0,00577 (0,139)	0,00476 (0,281)	0,00634 (0,241)
ALevR1				0,00697* (0,0968)	0,00308 (0,578)	0,00827* (0,0799)
ADR	0,169 (0,484)	0,145 (0,550)	0,106 (0,576)	-0,0195 (0,936)	0,0524 (0,846)	0,0930 (0,688)
SameIndustry	-0,406** (0,0453)	-0,415** (0,0431)	-0,0633 (0,659)	-0,0697 (0,765)	-0,245 (0,398)	0,191 (0,345)
Constante	1,387* (0,0949)	1,640* (0,0562)	0,198 (0,671)	1,055 (0,187)	2,544** (0,0290)	0,165 (0,770)
Observaciones	178	181	181	131	133	133
R-cuadrada	0,278	0,273	0,389	0,416	0,361	0,434
VIF	3,47	4,76		3,99	6,28	
RESET	0,281	0,632		0,852	0,127	
r2_a	0,112	0,104	0,246	0,209	0,131	0,230
df_m	32	33	34	33	33	35
df_r	144	146	146	96	97	97

Fuente: Elaboración propia basado en resultados del modelo.

^a La variable dependiente es el ln_PREM (logaritmo del premio pagado sobre el patrimonio neto). Los valores reportadas abajo de los coeficientes son los p-valores y los asteriscos muestran la significancia del coeficiente a 1%(***) , 5% (**) y 10%(*). Las pruebas reportadas son respectivamente, un indicador de multicolinealidad, VIF - Variance Inflator Factor (regla de oro VIF <10), el p-valor del teste RESET de Ramsey (H0: modelo no tiene variables omitidas). Además se reporta también el valor del R2, el R2 ajustado, así como los grados de libertad del modelo (df_m) y del residuo (df_r). Variables de control omitidas del cuadro: dummies de país, sector y año. En los modelos (1) y (4) se excluyeron las variables que tenían un dfbeta mayor que 0.5 para cualquier de las 5 primeras variables independientes. En el modelo (1) se excluyeron las observaciones 202, 212 y 235; y en el (4) se excluyeron las observaciones 105 y 235.

Cuadro 17
Determinantes del premio pagado sobre el valor de mercado: aspectos específicos de la normativa^a

VARIABLES	(1) HR OLS	(2) HR OLS	(3) M-EST	(4) HR OLS	(5) HR OLS	(6) M-EST
PctIndpReg	0,673** (0,0259)	0,697* (0,0808)	1,266*** (3,53e-06)	0,527 (0,289)	0,865* (0,0615)	0,901** (0,0211)
CEODuality	-0,0115 (0,972)	0,0510 (0,892)	0,0889 (0,761)	0,0468 (0,910)	-0,0827 (0,868)	-0,396 (0,305)
AuditCom	0,0772 (0,818)	-0,272 (0,545)	0,527* (0,0822)	-0,00175 (0,997)	-0,265 (0,364)	-0,349 (0,249)
PctExtrMeeting	-0,0285 (0,365)	-0,0467 (0,207)	-0,0220 (0,474)	-0,0247 (0,423)	0,0281 (0,596)	0,0271 (0,260)
InfoDisp	-0,186 (0,512)	0,129 (0,748)	-0,394 (0,170)	-0,272 (0,243)	-0,773** (0,0278)	-0,701*** (0,00358)
InTA1	-0,00992 (0,850)	-0,0111 (0,848)	-0,0509 (0,102)	-0,0516 (0,384)	-0,0775 (0,159)	-0,0725* (0,0975)
MROA	0,00664 (0,589)	0,0270 (0,177)	-0,0149*** (0,00855)	-0,000564 (0,953)	0,0224 (0,301)	-0,0125* (0,0783)
LevR1	-0,00362 (0,515)	-0,00365 (0,515)	0,00290 (0,185)	0,00292 (0,398)	0,00190 (0,646)	0,00194 (0,518)
MTB1	1,42e-05 (0,925)	-0,000114 (0,546)	4,71e-06 (0,958)	0,000131 (0,522)	-4,74e-05 (0,854)	3,07e-05 (0,810)
AMROA				-0,00300 (0,790)	0,00545 (0,753)	-0,00958 (0,258)
ALevR1				0,00223 (0,537)	-0,00182 (0,762)	0,000245 (0,947)
ADR	-0,146 (0,424)	-0,0428 (0,848)	-0,0834 (0,485)	-0,136 (0,550)	0,0718 (0,804)	-0,192 (0,213)
SameIndustry	-0,107 (0,576)	-0,0996 (0,616)	0,114 (0,255)	0,0360 (0,866)	0,0104 (0,967)	0,169 (0,318)
Constante	1,169** (0,0149)	0,555 (0,378)	2,044*** (7,83e-09)	1,132 (0,109)	0,215 (0,821)	0,499 (0,241)
Observaciones	135	137	137	103	107	107
R-cuadrado	0,252	0,264	0,679	0,278	0,265	0,549
VIF	5,71	5,58		7,02	5,49	
RESET	0,0360	1,44e-09		0,424	6,43e-10	
r2_a	-0,0122	0,00832	0,568	-0,0837	-0,0974	0,327
df_m	32	32	35	31	33	35
df_r	99	101	101	68	71	71

Fuente: Elaboración propia basado en resultados del modelo.

^a La variable dependiente es el lnPREMIUM4 (logaritmo del premio pagado sobre el valor de mercado). Los valores reportados abajo de los coeficientes son los p-values y los asteriscos muestran la significancia del coeficiente a 1%(***) , 5% (**) y 10%(*). Las pruebas reportadas son respectivamente, un indicador de multicolinealidad, VIF - Variance Inflator Factor (regla de oro VIF <10), el p-valor del teste RESET de Ramsey (H0: modelo no tiene variables omitidas). Además se reporta también el valor del R2, el R2 ajustado, así como los grados de libertad del modelo (df_m) y del residuo (df_r). Variables control omitidas del cuadro: dummies de país, sector y año. En los modelos (1) y (4) se excluyeron las variables que tenían un dfbeta mayor que 0.5 para cualquier de las 5 primeras variables independientes. En el modelo (1) se excluyeron las observaciones 33 y 202; y en el (4) se excluyeron las observaciones 33, 153, 182 y 195.

Por lo tanto, el indicador aquí propuesto para comparar países por su nivel de gobierno corporativo no es determinante del premio pagado por F&A en Latinoamérica en el período analizado. Esto no quiere decir que las prácticas de gobierno corporativo no sean relevantes en la determinación del premio. Probablemente el resultado se debe al hecho que la variable de gobierno corporativo aquí analizada no mide las prácticas de gobierno corporativo particulares de cada empresa. Una empresa puede tener un buen nivel de gobierno corporativo pero localizarse en un país con regulaciones laxas. El indicador intenta poner un piso para las empresas del país, pero igual el nivel de piso no es garantizado ya que empresas pueden no cumplir con la regulación si es que no hay sanciones por el no cumplimiento. El ideal sería complementar el análisis con la medición del impacto de las variables relevantes de gobierno corporativo (porcentaje de independientes, si el CEO ejerce el puesto de presidente del consejo...) y del indicador a nivel de la empresa. Sin embargo, debido a la inexistencia de una base de datos completa para acceder a dicha información por empresa, es difícil analizar el impacto particular para cada empresa.

V. Conclusión

Este trabajo estudia la relación entre gobiernos corporativos y fusiones y adquisiciones (F&A) que por sus características son contabilizadas dentro de las estadísticas de IED. Dado que una parte de las inversiones directas se expresan en forma de F&A de empresas locales, es importante comprender como estas empresas interactúan y los motivos detrás de cada decisión de una F&A para estimular el aumento de la IED y minimizar la probabilidad del fracaso de una operación.

El presente estudio describe los problemas de agencia más comunes es decir, el conflicto entre la gerencia y los accionistas y entre los accionistas mayoritarios y minoritarios y las prácticas más comunes para reducir dichos problemas. Un consejo de administración activo, eficiente y operando de manera imparcial con respecto a todos los accionistas, armado de comités corporativos para asesorar la toma de decisiones es mecanismo importante para reducir los conflictos de interés, e incrementar el éxito de una operación de F&A. La transparencia de informaciones relevante entre las empresas y los accionistas también ayuda a minimizar estos problemas *ex ante*. Más información reduce la incertidumbre sobre posibles escenarios y ayuda a las partes relacionadas en la tarea de monitoreo de la dinámica empresarial. Por último, los mecanismos que fomentan un trato equitativo de todos los accionistas, intentan reducir directamente la apropiación indebida de recursos empresariales por accionistas controladores.

Los países analizados presentan una estructura de control concentrada, donde los accionistas mayoritarios tienen mucha influencia y pueden potencialmente extraer beneficios privados del control a expensas de los minoritarios. Lo anterior apunta a la necesidad de fortalecer los mecanismos para combatir el problema principal-principal. Los indicadores de gobierno corporativo aplicados por las empresas muestran que tanto las empresas chilenas como las mexicanas son las que más respetan el principio de una-acción-un-voto. A pesar del número reducido de empresas colombianas en las muestras, estas cuentan con el mayor número de consejos presididos por independientes así como una mayor presencia de consejeros independientes en el consejo. En cambio, las empresas mexicanas cuentan con la mayor cantidad de gerentes ejecutivos presidiendo los consejos.

Sobre las F&A encuadradas en IED, se nota que el principal destino son los mismos países incorporados en el análisis de la estructura empresarial. Igualmente si se excluyen los países latinoamericanos, se puede observar que

las empresas compradoras provienen de los principales países desarrollados. Las empresas adquiridas son en su mayoría empresas más pequeñas que no están listadas o registradas en los mercados financieros.

Los resultados de la aplicación del indicador adaptado para evaluar los marcos normativos sobre gobierno corporativo y F&A arrojaron algunos resultados interesantes. En general, el análisis muestra cambios en la normativa de los siete países en el mismo sentido, lo que tiende hacia una armonización de las leyes y códigos de buenas prácticas de gobierno corporativo. México y Chile presentaron los mejores resultados.

La aplicación del indicador para evaluar los cambios de la estructura de gobierno corporativo en empresas puntuales mostró resultados distintos. En el caso de la adquisición de la cervecera mexicana Grupo Modelo, la empresa adquiriente optó por trasladar el control y el poder de la toma de decisiones hacia la matriz en Bélgica. Esto se tradujo en la subordinación de la empresa en México a las decisiones de la matriz, la que mostraba una mejor estructura de gobierno corporativo. Ejemplos de mejoras fueron la designación de dos individuos distintos para el cargo de presidente del consejo y para el de gerente ejecutivo, así como un porcentaje menor a partir del cual los accionistas se ven obligados a informar al mercado y a los órganos supervisores su participación en la sociedad. En el caso de la adquisición de la CGE por la española Gas Natural Fenosa no hubo esa transferencia del comando directo hacia España. Se implementaron cambios en la estructura organizacional que llevaron a un deterioro del resultado de indicador de gobierno corporativo, como por ejemplo la eliminación del comité de directores. Este caso muestra que no siempre las adquisiciones, donde la empresa compradora proveniente de un país que se supone cuenta con mejores reglas de gobierno corporativo, conducen a una mejora en la estructura y sobre todo en el funcionamiento de la gobernanza de la empresa objetivo. El caso de la empresa argentina Quickfood, la operación generó una mejora en el gobierno corporativo. Esa mejora fue gradual y se correspondió con la regulación doméstica. Originalmente, la empresa familiar fue adquirida por otra con estructura familiar. A pesar de eso, hubo una mejora debido a la separación de la gerencia y el consejo. Posteriormente, la adquisición de la empresa por la multinacional brasileña BRF, llevó a mejoras adicionales como la implementación de un comité de auditoría con un presidente independiente y programas continuos de entrenamiento para los ejecutivos. El caso ecuatoriano expone la poca información pública al mercado y a los órganos regulatorios que una empresa listada debe proveer. Para una operación de F&A que se concretizó hace relativamente poco tiempo no se encontró información disponible, así como tampoco sobre la estructura empresarial actual. Otro caso de fusión detallado fue el del Banco Colpatria y Scotiabank Colombia. En términos de gobierno corporativo así como en el direccionamiento estratégico no mostraron muchos cambios anteriores y posteriores a la fusión. Las distintas áreas de la empresa fueron reforzadas por ejecutivos de Scotiabank, aunque se mantuvieron a los principales altos ejecutivos colombianos de la empresa. El último caso analizado fue en el sector minero de Perú. La compra de la empresa pre-operativa, Sociedad Minera La Cima SA, por la multinacional Gold Fields Limited de Sudáfrica, llevó a mejoras en la estructura empresarial, con la creación de una empresa más transparente y en la protección de los minoritarios.

Finalmente, se propuso un modelo para intentar identificar un potencial impacto de gobierno corporativo en el premio pagado por una F&A transfronteriza en América Latina, considerada IED. Después de controlar por algunos determinantes tradicionales y efectos fijos de país, año e industria, algunos aspectos de la normativa parecen ser importantes para explicar el premio pagado. El requerimiento de un porcentaje mínimo de consejeros independientes en el consejo y una mayor revelación de información (*disclosure*) por parte de los controladores están correlacionados con un mayor premio pagado. Una muestra más grande, así como la medición del indicador de gobierno corporativo a nivel de la empresa podrían contribuir a conclusiones más robustas sobre el tema. Por otro lado, el indicador de gobierno corporativo, de la forma propuesta aquí, no se mostró positivamente asociado con un mayor premio pagado por empresas extranjeras.

A pesar de la incertidumbre que involucra los impactos de la implementación de algunas prácticas de gobierno corporativo, las normativas son importante para regular la dinámica empresarial y las F&A y con eso minimizar la probabilidad de extracción de beneficios privados. Gran parte de esta regulación se ve direccionada a los mercados financieros donde una mayor complejidad de las estructuras empresariales requiere de mecanismos específicos que minimicen los conflictos y las asimetrías de información. Por otro lado, se observa que muchas de las F&A no están cubiertas por las normativas de gobierno corporativo existentes. Esto abre espacio a un análisis más profundo sobre qué tipo de empresas requieren cumplir con una regulación de gobierno corporativo, aunque ellas no sean de capital abierto.

Bibliografía

- Albuquerque, R., Brandao-Marques, L., Ferreira, M. A., & Matos, P. (2013). International Corporate Governance Spillovers: Evidence from Cross-Border Mergers and Acquisitions (No. 13/234). International Monetary Fund.
- Anglin, J., Capers J. & Hoffmann B. (2014). Role of the audit committee in M&A. 25/06/2016 del sitio web: <https://www.financierworldwide.com/role-of-the-audit-committee-in-ma#.WDcIFrJ97cs>
- Boeh, K. K. (2011). Contracting Costs and Information Asymmetry Reduction in Cross-Border M&A. *Journal of Management Studies*, 48(3), 568-590.
- Brewer, E., Jackson, W. E., & Jagtiani, J. (2007). Target's Corporate Governance and Bank Merger Payoff. Research Division, Federal Reserve Bank of Kansas City.
- Brickley, J. A., Coles, J. L., & Terry, R. L. (1994). Outside directors and the adoption of poison pills. *Journal of financial Economics*, 35(3), 371-390.
- Bris, A., Brisley, N., & Cabolis, C. (2008). Adopting better corporate governance: Evidence from cross-border mergers. *Journal of Corporate Finance*, 14(3), 224-240.
- Chen, X., Ender, P., Mitchell, M. and Wells, C. (2003). *Regression with Stata*, from <http://www.ats.ucla.edu/stat/stata/webbooks/reg/default.htm>.
- Cotter, J. F., Shivdasani, A., & Zenner, M. (1997). Do independent directors enhance target shareholder wealth during tender offers?. *Journal of financial economics*, 43(2), 195-218.
- Denis, D. K., & McConnell, J. J. (2003). International corporate governance. *Journal of financial and quantitative analysis*, 38(01), 1-36.
- Diaz, B. D., & Azofra, S. S. (2009). Determinants of premiums paid in European banking mergers and acquisitions. *International Journal of Banking, Accounting and Finance*, 1(4), 358-380.
- Dyck, A., & Zingales, L. (2004). Private benefits of control: An international comparison. *The Journal of Finance*, 59(2), 537-600.
- Ehrhardt, O., & Nowak, E. (2001). *Private benefits and minority shareholder expropriation: Empirical evidence from IPOs of German family-owned firms* (No. 2001/10). Center for Financial Studies (CFS).
- Eisenberg, T., Sundgren, S., & Wells, M. T. (1998). Larger board size and decreasing firm value in small firms. *Journal of financial economics*, 48(1), 35-54.
- Fama, E. F., & Jensen, M. C. (1983). Separation of ownership and control. *The Journal of Law & Economics*, 26(2), 301-325.
- Goergen, M., Martynova, M., & Renneboog, L. (2005). Corporate governance convergence: evidence from takeover regulation reforms in Europe. *Oxford Review of Economic Policy*, 21(2), 243-268.

- Gregoriou, G., & Renneboog, L. D. R. (2007). Understanding mergers and acquisitions: Corporate governance and regulatory issues. *Corporate Governance and Regulatory Impact on Mergers and Acquisitions*, 1-18.
- Hagendorff, J., Hernando, I., Nieto, M. J., & Wall, L. D. (2012). What do premiums paid for bank M&As reflect? The case of the European Union. *Journal of Banking & Finance*, 36(3), 749-759.
- IMF (2009). Balance of Payments and International Investment Position Manual (BPM6). 20/03/2016, de IMF Sitio web: <https://www.imf.org/external/pubs/ft/bop/2007/pdf/bpm6.pdf>
- Kaufmann, D., Kraay, A., & Mastruzzi, M. (2011). The Worldwide Governance Indicators: Methodology and Analytical Issues. *Hague Journal on the Rule of Law*, 3(2), 220-246.
- La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A., & Vishny, R. W. (1997). Legal determinants of external finance. *Journal of finance*, 1131-1150.
- La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A., & Vishny, R. W. (1998). Law and Finance. *Journal of Political Economy*, 106(6).
- Lefort, F. (2005). Ownership structure and corporate governance in Latin America. *Revista Abante*, 8(1), 55-84.
- Martínez-Haro, T., & Vargas-Hernández, J. G. (2013). Análisis del caso de la cerveza mexicana: La adquisición de grupo modelo por AB-INBEV. *Revista Panorama Económico*, 21, 145-157.
- Martynova, M., & Renneboog, L. (2010). A Corporate Governance Index: Convergence and Diversity of National Corporate Regulations. *SSRN Working Paper Series*.
- Miller, R. (2013). Inefficient Results in the Market for Corporate Control: Highest Bidders, Highest-Value Users, and Socially Optimal Owners. *Journal of Corporation Law*, 39, 71.
- Moeller, T. (2005). Let's make a deal! How shareholder control impacts merger payoffs. *Journal of Financial Economics*, 76(1), 167-190.
- OCDE (2015), *G20/OECD Principles of Corporate Governance*, OECD Publishing.
- Pérez Galindo, H. (2015). Corporate governance and risk identification for debt instrument issuance in Brazil, Colombia and Mexico: a methodological proposal. *Corporate governance in Brazil, Chile, Colombia, Mexico and Peru: The determinants of risk in corporate debt issuance*. Santiago: ECLAC, 2015. LC/W. 654. p. 27-62.
- Renders, A., & Gaeremynck, A. (2011). Corporate Governance, Principal-Principal Agency Conflicts, and Firm Value in European Listed Companies. *Corporate Governance: An International Review*, 20(2), 125-143.
- Reuer, J. J. (2005). Avoiding lemons in M&A deals. *MIT Sloan Management Review*, 46(3), 15-17.
- Rossi, S., & Volpin, P. F. (2004). Cross-country determinants of mergers and acquisitions. *Journal of Financial Economics*, 74(2), 277-304.
- Shleifer, A., & Vishny, R. W. (1997). A survey of corporate governance. *The journal of finance*, 52(2), 737-783.
- StataCorp. (2013). *Stata 13 Base Reference Manual*. College Station, TX: Stata Press.
- Thraya, M. F., & Hagendorff, J. (2010). Controlling Shareholders and the Acquisition Premiums Paid in European Takeover Bids. unpublished
- Varottil, U. (2013). Corporate Governance in M&A Transactions. *National Law School of India Review*, 24(2), 50.
- Vasco, M., Cortés, L. M., Gaitán, S., & Durán, I. A. (2014). Fusiones y adquisiciones en Latinoamérica, gobierno corporativo y modelo gravitacional. *Journal of Economics Finance and Administrative Science*, 19(37), 108-117.
- Verardi, V., & Croux, C. (2009). Robust regression in Stata. *Stata Journal*, 9(3), 439-453.
- 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.

Anexos

Anexo 1

Lista de leyes y normas de los países

Argentina

- Ley de sociedades comerciales: Ley 19.550³⁰ (30.03.1984)
- Regimen de transparencia de la oferta pública: Decreto 677/2001³¹ (22.05.2001)
- Resolución general Nr. 516/07: Código de Gobierno Societario³² (11.10.2007)
- Resolución general Nr.606: Código de gobierno societario (Mod. RG N° 516/07) (23.05.2012)
- Código de mejores prácticas de gobierno para las organizaciones para la república de Argentina³³ (enero 2004)
- Gobierno societario³⁴ (diciembre 2007)

Brasil

- Lei das sociedades por ações: lei Nr. 6.404³⁵ (15.12.1967)
- Regulamento de listagem do Novo Mercado³⁶ (10.05.2011)
- Regulamento de listagem do Novo Mercado (2006)
- Regulamento de listagem do Novo Mercado (mayo 2002)

Chile

- Ley sobre sociedades anónimas³⁷: ley Nr. 18.046 (09.12.1997)
- Norma de carácter general Nr. 341³⁸ (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. 309³⁹ (20.06.2011)

Colombia

- Norma expedida: Resolución 275⁴⁰ —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 2007⁴¹: —Adopción Encuesta de Mejores Prácticas Corporativas” (11.05.2007)
 - Circular externa 055 de 2007⁴²: —Por medio de la cual se deroga la Resolución 275 de 2001 y se dictan otras instrucciones” (02.11.2007)
 - Circular externa 056 de 2007⁴³ : —Modificación de la Circular Externa 028 de 2007” (02.11.2007)
 - Ley 222⁴⁴: —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)

³⁰ Comisión Nacional de Valores: <http://www.cnv.gov.ar/leyesyreg/leyes/19550.htm>.

³¹ <http://www.cnv.gov.ar/leyesyreg/decretos/d677.htm>.

³² http://www.cnv.gov.ar/leyesyreg/marco_regulatorio3.asp?item=4.

³³ European Corporate Governance Institute: http://www.ecgi.org/codes/code.php?code_id=215.

³⁴ Comisión Nacional de Valores: <http://www.cnv.gov.ar/educacionbursatil/gobsocietario.asp#Item130>.

³⁵ Comissão de Valores Mobiliários: <http://www.cvm.gov.br/legislacao/leis/lei6404.html>.

³⁶ BM&Fbovespa: <http://bmfbovespa.com.br/pt-br/servicos/download/Regulamento-de-Listagem-do-Novo-Mercado.pdf>.

³⁷ Biblioteca del Congreso Nacional de Chile: <http://www.leychile.cl/Navegar?idNorma=29473>.

³⁸ Superintendencia Valores y Seguros: http://www.svs.cl/institucional/legislacion_normativa/normativa2.php.

³⁹ http://www.svs.cl/institucional/legislacion_normativa/normativa2.php.

⁴⁰ Superintendencia Financiera de Colombia: <https://www.superfinanciera.gov.co/jsp/loader.jsf?IServicio=Publicaciones&ITipo=publicaciones&IFuncion=loadContenidoPublicacion&id=821&dPrint=1>.

⁴¹ <https://www.superfinanciera.gov.co/jsp/loader.jsf?IServicio=Publicaciones&ITipo=publicaciones&IFuncion=loadContenidoPublicacion&id=20145>.

⁴² <https://www.superfinanciera.gov.co/jsp/loader.jsf?IServicio=Publicaciones&ITipo=publicaciones&IFuncion=loadContenidoPublicacion&id=20145>.

⁴³ <https://www.superfinanciera.gov.co/jsp/loader.jsf?IServicio=Publicaciones&ITipo=publicaciones&IFuncion=loadContenidoPublicacion&id=20145>.

- Ley 964⁴⁵: –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 corporativas⁴⁶ (2007)
- Framework Code of Good Corporate Governance for Small and Medium-Size Enterprises⁴⁷ (31.05.2004)
- Circular externa 28 de 2014⁴⁸: –Presentación del Nuevo Código País y Adopción del Reporte de Implementación de Mejores Prácticas Corporativas” (30.09.2014)
- Código de mejores prácticas corporativas: Código país⁴⁹ (2014)

Ecuador

- Ley de compañías⁵⁰ (25.11.1999)
- Ley general de instituciones del sistema financiero⁵¹ (23.01.2001)
- Resolución JB 2003-586⁵² (21.10.2003)
- Resolución JB 2004-631⁵³ (22.01.2004)
- Resolución JB 2011-2073⁵⁴ (15.12.2011)
- Resolución JB 2013-2393⁵⁵ (22.01.2013)

México

- Ley del mercado de valores⁵⁶ (30.12.2005)
- Reforma del 28.06.2007
- Reforma del 10.01.2014
- Código de mejores prácticas corporativas⁵⁷ (26.09.2002)
- Código de mejores prácticas corporativas⁵⁸ (10.09.2010)

Perú

- Ley general de sociedades⁵⁹ : ley 28667 (09.12.1997)
- Principios de buen gobierno para las sociedades peruanas⁶⁰ (julio 2002)
- Código de buen gobierno corporativo peruano⁶¹ (04.11.2013)

⁴⁴ Bogotá jurídica digital: <http://www.alcaldiabogota.gov.co/sisjur/normas/Norma1.jsp?i=6739>.

⁴⁵ Bolsa de Valores de Colombia (BVC): https://www.bvc.com.co/pps/tibco/portalbvc/Home/Regulacion/Mercado_de_Valores/Leyes

⁴⁶ <https://www.superfinanciera.gov.co/SFCant/Codigopais/textos/codigopias.pdf>.

⁴⁷ European corporate governance institute: http://www.ecgi.org/codes/code.php?code_id=401.

⁴⁸ <https://www.superfinanciera.gov.co/jsp/loader.jsf?lServicio=Publicaciones&lTipo=publicaciones&lFuncion=loadContenidoPublicacion&id=10082461>.

⁴⁹ <https://www.superfinanciera.gov.co/jsp/loader.jsf?lServicio=Publicaciones&lTipo=publicaciones&lFuncion=loadContenidoPublicacion&id=10083770>.

⁵⁰ Bolsa de Quito, http://www.bolsadequito.info/uploads/normativa/normativa-relacionada/ley-de-companias/141027193407-b61798b4923c4f24dff12632e81c7ef5_leycompanias.pdf.

⁵¹ Organization of American States https://www.oas.org/juridico/mla/sp/ecu/sp_ecu-mla-law-finance.html.

⁵² Superintendencia de Bancos de Ecuador http://www.sbs.gob.ec/medios/PORTALDOCS/downloads/normativa/nueva_codificacion/todos/L1_XIII_cap_I.pdf.

⁵³ http://www.sbs.gob.ec/medios/PORTALDOCS/downloads/normativa/nueva_codificacion/todos/L1_X_cap_I.pdf.

⁵⁴ http://www.sbs.gob.ec/medios/PORTALDOCS/downloads/normativa/2011/resol_JB-2011-2073.pdf.

⁵⁵ http://www.sbs.gob.ec/medios/PORTALDOCS/downloads/normativa/nueva_codificacion/todos/L1_XIV_cap_IV.pdf.

⁵⁶ Comisión Nacional Bancaria y de Valores: <http://www.cnbv.gob.mx/Normatividad/Ley%20del%20Mercado%20de%20Valores.pdf>.

⁵⁷ http://www.ecgi.org/codes/code.php?code_id=401.

⁵⁸ http://www.ecgi.org/codes/code.php?code_id=307.

⁵⁹ Superintendencia del Mercado de Valores: <http://www.smv.gob.pe/sil/LEY0000199726887001.pdf>.

⁶⁰ http://www.ecgi.org/codes/code.php?code_id=96.

⁶¹ http://www.smv.gob.pe/Uploads/CodBGC2013%20_2_.pdf.

Anexo 2

Categorías, estándares y preguntas para el *benchmark* de gobierno corporativo (GC)

Categorías	Estándares	Preguntas	Ponderación	
El papel del consejo de administración	1 El Consejo de Administración debe establecer los mecanismos que asegure información confiable sobre todas las actividades de la firma. Los consejeros deberán mantenerse actualizados sobre las necesidades de la empresa, sus accionistas y de sus empleados.	1.1 ¿El Consejo de administración proporciona la información pertinente y oportuna para las asambleas ordinarias?	1,6	0,1800
		1.2 ¿Tiene la responsabilidad de designar o constituir los comités corporativos?		0,1775
		1.3 ¿Son responsables de la elección y monitoreo de la estrategia de la empresa?		0,1775
		1.4 ¿Es la duración del mandato de los consejeros menor que 2 años?		0,1775
		1.5 ¿Se revisa periódicamente el desempeño de los consejeros?		0,1775
		1.6 ¿Existe un programa de capacitación sistemático para los consejeros?		0,1775
		1.7 ¿Los consejeros son responsables civil y/o penalmente de la veracidad de la información que divulga?		0,1775
		1.8 ¿Es responsable el consejo de la política de remuneraciones?		0,1775
		1.9 ¿Los miembros del consejo son propuestos por un comité <i>ad hoc</i> al consejo de administración en la Asamblea Ordinaria?		0,1775
La estructura del consejo de administración	2 Un tamaño y composición adecuados de un Consejo de Administración es aquel que le permita tomar decisiones relevantes en forma ágil.	2.1 ¿Son al menos 20% de los consejeros considerados externos / independientes?	0,7	0,650
		2.2 ¿Tiene el Consejo un tamaño entre 5 y 15 consejeros?		0,050
El Papel del presidente del consejo de administración	3 El presidente del Consejo deberá ser un consejero externo independiente con experiencia y capacidad para el ejercer el cargo.	3.1 ¿No son el CEO y el presidente del Consejo la misma persona?	0,5	0,170
		3.2 ¿El consejo es presidido por un consejero externo e independiente?		0,165
		3.3 ¿El presidente es seleccionado por su experiencia, capacidad y prestigio profesional?		0,165
Comité de Auditoría	4 Presidido por un consejero externo / independiente con experiencia en control interno. El comité debe aprobar el diseño y buen funcionamiento del sistema de control interno.	4.1 ¿Cuenta con un comité de auditoría constituido?	0,9	0,225
		4.2 ¿Es el comité de auditoría presidido por un consejero externo/independiente?		0,225
		4.3 El comité de auditoría participa en la selección de la auditoría externa?		0,225
		4.4 ¿Tiene responsabilidad en el diseño y/o monitoreo de la política de control interno?		0,225
Comité de Riesgo	5 Presidido por un consejero externo / independiente con experiencia en administración integral de riesgos. El Comité deberá informar periódicamente sobre el cumplimiento y desviación de las estrategias de inversiones en términos de riesgo.	5.1 ¿Cuenta con un comité de riesgo constituido?	0,9	0,300
		5.2 ¿Es el comité de riesgo presidido por un consejero externo/independiente?		0,300
		5.3 ¿Es el comité responsable del seguimiento de la estrategia de riesgos de la empresa?		0,300
Derecho y trato equitativo de los accionistas	6 El marco de GC debería proteger y facilitar el ejercicio de los derechos de los accionistas y asegurar el trato equitativo de todos, incluyendo los minoritarios y extranjeros. Todos los accionistas deben tener la oportunidad de obtener una compensación efectiva por la violación de sus derechos.	6.1 ¿Existe la práctica de voto seguro a distancia para el accionista?	3,6	0,400
		6.2 ¿Es garantizado el principio de igualdad entre acción y voto?		0,400
		6.3 ¿Hay mecanismos de protección de todos los accionistas frente a las tomas de control (<i>mandatory-bid rule, sell-out rule</i>)?		0,800
		6.4 ¿Los minoritarios tienen el derecho de nominar un representante para el consejo de administración?		0,400
		6.5 ¿Se requiere más de 65% de quorum en la junta de accionistas para la aprobación de decisiones importantes?		0,400
		6.6 ¿Se requiere que más de un 50% de los accionistas presentes en la Asamblea con derecho a voto aprueben las decisiones importantes?		0,400
		6.7 ¿Se requiere un 20% o menos de propiedad con derecho a voto para poder convocar una asamblea extraordinaria?		0,400
		6.8 ¿Se requiere un 5% o menos de propiedad con derecho a voto para poder convocar una asamblea extraordinaria?		0,400
Transparencia	7 El marco de GC debería asegurar la revelación veraz y oportuna en todos los asuntos materiales relacionados con la corporación, incluyendo la situación financiera, el desempeño, la propiedad y la gobernanza de la compañía.	7.1 ¿Se cuenta con un código ético?	1,8	0,300
		7.2 ¿Existe un mecanismo para proveer información adicional a accionistas e inversores sobre la situación de la empresa?		0,300
		7.3 ¿La junta de accionistas conoce la política de remuneraciones?		0,300
		7.4 ¿Se requiere una evaluación detallada de la empresa antes de una operación de F&A (Due diligence)?		0,300
		7.5 ¿Accionistas con al menos 20% de propiedad con derecho a voto están obligados a revelar información al mercado?		0,300
		7.6 ¿Accionistas con al menos 5% de propiedad con derecho a voto están obligados a revelar información al mercado?		0,300
				10

Fuente: Elaboración propia.

Anexo 3

Indicador de gobierno corporativo (GC) aplicado a las empresas

Cuadro A.1
Grupo Modelo

Categoría	Pregunta	Fuente	Artículos	2007	2009	2011	2012
1.1	¿El Consejo de administración proporciona la información pertinente y oportuna para las asambleas ordinarias?	Estatuto Social	ARTICULO CUADRAGESIMO. Dentro de los tres meses siguientes a la clausura de cada ejercicio social, el Consejo de Administración preparará por lo menos la siguiente información: a) Un informe sobre la marcha de la Sociedad y sus subsidiarias en el ejercicio, así como sobre las políticas seguidas por el propio Consejo y, en su caso, sobre los principales proyectos existentes; b) Un informe en que se declaren y expliquen las principales políticas y criterios contables y de información seguidos en la preparación de la información financiera de la Sociedad y sus subsidiarias; c) Un estado que muestre la situación financiera de la Sociedad y sus subsidiarias a la fecha de cierre del ejercicio; d) Un estado que muestre, debidamente explicados y clasificados, los resultados de la Sociedad y sus subsidiarias durante el ejercicio; e) Un estado que muestre los cambios en la situación financiera de la Sociedad y sus subsidiarias durante el ejercicio; f) Un estado que muestre los cambios en las partidas que integren el patrimonio social de la Sociedad y sus subsidiarias, acaecidos durante el ejercicio; y g) Las notas que sean necesarias para completar y aclarar la información que suministren los estados anteriores. El informe que se indica en el presente Artículo y la demás información y documentos a que se refieren las disposiciones legales aplicables, deberá estar a disposición de los accionistas por lo menos quince días antes de la fecha de la asamblea que haya de discutirlos, quienes tendrán derecho a que se les entregue una copia en forma gratuita.	1	1	1	1
1.2	¿Tiene la responsabilidad de designar o constituir los comités corporativos?	Estatuto Social	ARTICULO TRIGESIMO SEXTO. El Consejo de Administración tendrá las siguientes facultades y obligaciones: 14. Para establecer los Comités Especiales que considere necesarios para el desarrollo de las operaciones de la Sociedad, fijando las facultades y obligaciones de tales Comités;...	1	1	1	1
1.3	¿Son responsables de la elección y monitoreo de la estrategia de la empresa?	Estatuto Social	ARTICULO TRIGESIMO SEXTO. El Consejo de Administración tendrá las siguientes facultades y obligaciones: 15. Los siguientes asuntos requerirán ser aprobados por el Consejo de Administración de la Sociedad o, en su caso, por el Comité Ejecutivo, en la inteligencia de que para tomar cualquier acuerdo sobre los mismos se requerirá en todos los casos del voto favorable tanto de la mayoría de los miembros que integren el Consejo o el Comité designados por los titulares de acciones de la Serie "A", como de la mayoría de los miembros que integren el Consejo o el Comité designados por los titulares de acciones de la Serie "B", según sea el caso, en el concepto de que en el supuesto de que los asuntos que se indican a continuación fueren sometidos a la consideración de la asamblea general ordinaria de accionistas, se requerirá en todos los casos que los acuerdos respectivos sean aprobados con el voto favorable de cuando menos el setenta por ciento del total de las acciones con derecho a voto en que se divida el capital social, ya sea que la asamblea se reúna en virtud de primera, segunda o ulterior convocatoria: b) Planes quinquenales sobre estrategias de negocios, proyecciones de estado de resultados, balance general y estado de flujos de efectivo, que serán presentados una vez al año.	1	1	1	1
1.4	¿Es la duración del mandato de los consejeros menor que 2 años?		No hay mención.	0	0	0	0
1.5	¿Se revisa periódicamente el desempeño de los consejeros?	Informe de Responsabilidad corporativa 2009, 2011, 2012	El comité de prácticas corporativas revisa anualmente el desempeño de los directores, basado en los indicadores del mapa estratégico de la gerencia general, así como de su compensación integrada, de acuerdo con las políticas aprobadas para tal propósito por el Directorio. Comité de Prácticas Societales: Está integrado por cuatro miembros independientes del directorio; .Además, revisa el desempeño anual de los directores basado en el mapa estratégico de la oficina ejecutiva así como su paquete de compensación en cumplimiento con las políticas del Grupo Modelo.	0	1	1	1
1.6	¿Existe un programa de capacitación sistemático para los consejeros?		No hay mención.	0	0	0	0
1.7	¿Los consejeros son responsables civil y/o penalmente de la veracidad de la información que divulga?	Ley mercado de valores, 30.12.2005	Artículo 37.- La responsabilidad consistente en indemnizar los daños y perjuicios ocasionados con motivo de los actos, hechos u omisiones a que hacen referencia los artículos 34, 35 y 36 de esta Ley, será solidaria entre los culpables que hayan adoptado la decisión y será exigible como consecuencia de los daños o perjuicios ocasionados. La indemnización que corresponda deberá cubrir los daños y perjuicios causados a la sociedad o personas morales que ésta controle o en las que tenga una influencia significativa y, en todo caso, se procederá a la remoción del cargo de los culpables.	1	1	1	1

Categoría	Pregunta	Fuente	Artículos	2007	2009	2011	2012
1.8	¿Es responsable el consejo de la política de remuneraciones?		No hay mención.	0	0	0	0
1.9	¿Los miembros del consejo son propuestos por un comité <i>ad hoc</i> al consejo de administración en la Asamblea Ordinaria?		No hay mención.	0	0	0	0
2.1	¿Son al menos 20% de los consejeros considerados externos/independientes?	Estatuto Social	ARTICULO VIGESIMO NOVENO. El Consejo de Administración deberá estar integrado por diecinueve miembros propietarios y hasta por diecinueve miembros suplentes. Los miembros propietarios y suplentes del Consejo de Administración serán designados mediante votación separada por series de acciones, sujeto a las disposiciones contenidas en el inciso c) de este Artículo, de conformidad con las siguientes reglas: a) Los titulares de acciones de la Serie "A" designarán, votando por separado y por mayoría de votos, a diez miembros propietarios y hasta igual número de suplentes que integrarán el Consejo, en el entendido de que por lo menos tres de estos miembros propietarios y suplentes, en su caso, serán consejeros independientes de acuerdo con las disposiciones legales aplicables. Los miembros propietarios designados por los titulares de acciones de la Serie "A" únicamente podrán ser suplidos en sus ausencias temporales o definitivas por sus respectivos suplentes; en el entendido que los miembros independientes del Consejo sólo podrán ser reemplazados por sus respectivos suplentes independientes. b) Por su parte, los titulares de acciones de la Serie "B" designarán, votando por separado y por mayoría de votos, a nueve miembros propietarios y hasta igual número de suplentes que integrarán el Consejo, en el entendido de que por lo menos dos de estos miembros propietarios y suplentes, en su caso, serán consejeros independientes de acuerdo con las disposiciones legales aplicables. Los miembros propietarios designados por los titulares de acciones de la Serie "B" únicamente podrán ser suplidos en sus ausencias temporales o definitivas por sus respectivos suplentes; en el entendido que los miembros independientes del Consejo sólo podrán ser reemplazados por sus respectivos suplentes independientes.	1	1	1	1
2.2	¿Tiene el Consejo un tamaño entre 5 y 15 consejeros?	Estatuto Social	ARTICULO VIGESIMO NOVENO. La administración de la Sociedad estará a cargo de un Consejo de Administración y de un Director General. El Consejo de Administración deberá estar integrado por diecinueve miembros propietarios y hasta por diecinueve miembros suplentes.	0	0	0	0
3.1	¿No son el CEO y el presidente del Consejo la misma persona?		La misma persona ejercía ambos cargos.	0	0	0	0
3.2	¿El consejo es presidido por un consejero externo e independiente?		No hay mención.	0	0	0	0
3.3	¿El presidente es seleccionado por su experiencia, capacidad y prestigio profesional?		No hay mención.	0	0	0	0
4.1	¿Cuenta con un comité de auditoría constituido?	Estatuto Social	ARTICULO TRIGESIMO SEXTO. El Consejo de Administración tendrá las siguientes facultades y obligaciones: 14. Para establecer los Comités Especiales que considere necesarios para el desarrollo de las operaciones de la Sociedad, fijando las facultades y obligaciones de tales Comités; en el concepto de que dichos Comités no tendrán facultades que conforme a la Ley o estos estatutos correspondan en forma privativa a la Asamblea de Accionistas, al Consejo de Administración, al Comité de Auditoría, al de Prácticas Societarias o al Comité Ejecutivo. El Consejo de Administración integrará un Comité de Auditoría y un Comité de Prácticas Societarias los cuales tendrán las facultades y obligaciones que se establecen en estos estatutos sociales, la Ley del Mercado de Valores y demás disposiciones aplicables; en la inteligencia de que el Consejo de Administración podrá resolver que dichas funciones las realice un solo órgano colegiado que en tal caso se denominará Comité de Auditoría y Prácticas Societarias. Los miembros de los Comités de Auditoría y de Prácticas Societarias deberán ser miembros independientes ya sea propietarios o suplentes del Consejo de Administración de la Sociedad.	1	1	1	1
4.2	¿Es el comité de auditoría presidido por un consejero externo/independiente?	Estatuto Social	ARTICULO TRIGESIMO OCTAVO. La vigilancia de la Sociedad estará a cargo del Consejo de Administración a través del Comité de Auditoría y del de Prácticas Societarias, así como por conducto de la persona moral que realice la auditoría externa de la Sociedad. El Presidente de cada uno de los Comités será nombrado y/o removido de su cargo exclusivamente por la Asamblea General de Accionistas y no podrá presidir el Consejo de Administración de la Sociedad. Los Comités se integrarán por consejeros independientes.	1	1	1	1

Categoría	Pregunta	Fuente	Artículos	2007	2009	2011	2012
4.3	El comité de auditoría participa en la selección de la auditoría externa?	Estatuto Social	ARTICULO TRIGESIMO SEXTO. El Consejo de Administración tendrá las siguientes facultades y obligaciones: 15. Los siguientes asuntos requerirán ser aprobados por el Consejo de Administración de la Sociedad o, en su caso, por el Comité Ejecutivo, en la inteligencia de que para tomar cualquier acuerdo sobre los mismos se requerirá en todos los casos del voto favorable tanto de la mayoría de los miembros que integren el Consejo o el Comité designados por los titulares de acciones de la Serie "A", como de la mayoría de los miembros que integren el Consejo o el Comité designados por los titulares de acciones de la Serie "B", según sea el caso, en el concepto de que en el supuesto de que los asuntos que se indican a continuación fueren sometidos a la consideración de la asamblea general ordinaria de accionistas, se requerirá en todos los casos que los acuerdos respectivos sean aprobados con el voto favorable de cuando menos el setenta por ciento del total de las acciones con derecho a voto en que se divida el capital social, ya sea que la asamblea se reúna en virtud de primera, segunda o ulterior convocatoria: ñ) Para nombrar y remover a los auditores externos de la Sociedad.	1	1	1	1
4.4	¿Tiene responsabilidad en el diseño y monitoreo de la política de control interno?	Cuestionario de adhesión al código de mejores prácticas corporativas	El Comité de Auditoría se asegura de que las auditorías interna y externa se realicen con la mayor objetividad posible y que la información financiera sea útil, oportuna y confiable; es decir, que la información que llegue al Consejo de Administración, a los accionistas y al público en general sea transparente, suficiente y refleje adecuadamente la posición financiera individual y consolidada del Grupo.	1	1	1	1
5.1	¿Cuenta con un comité de riesgo constituido?	Informe de Responsabilidad Corporativa 2007, 2009, 2011 y 2012	El Comité Ejecutivo: está integrado por 9 directores y sus directores alternos correspondientes. Algunas de sus responsabilidades son: apoyar al directorio en la evaluación de los proyectos de inversión, planeamiento estratégico and la revisión de presupuesto y los estados financieros del Grupo.	1	1	1	1
5.2	¿Es el comité de riesgo presidido por un consejero externo/independiente?		No hay mención.	0	0	0	0
5.3	¿Es el comité responsable del seguimiento de la estrategia de riesgos de la empresa?	Informe de Responsabilidad Corporativa 2007, 2009, 2011 y 2012	El Comité Ejecutivo: está integrado por 9 directores y sus directores alternos correspondientes. Algunas de sus responsabilidades son: apoyar al directorio en la evaluación de los proyectos de inversión, planeamiento estratégico and la revisión de presupuesto y los estados financieros del Grupo.	1	1	1	1
6.1	¿Existe la práctica de voto seguro a distancia para el accionista?		No hay mención.	0	0	0	0
6.2	¿Es garantizado el principio de igualdad entre acción y voto?	Estatuto Social	ARTICULO SEXTO....La parte variable del capital podrá estar representado por acciones de las Series "A", "B" y "C" de la Clase II,...	0	0	0	0

Categoría	Pregunta	Fuente	Artículos	2007	2009	2011	2012
6.3	¿Hay mecanismos de protección de todos los accionistas frente a las tomas de control (mandatory-bid rule, sell-out rule)?	Estatuto Social	ARTICULO TRIGESIMO SEPTIMO. En el evento de cancelación de la inscripción de las acciones del capital social de la Sociedad en la Sección de Valores del Registro Nacional de Valores, los accionistas que sean titulares de la mayoría de las acciones ordinarias o tengan la posibilidad, bajo cualquier título, de imponer decisiones en las asambleas generales de accionistas de nombrar a la mayoría de los miembros del Consejo de Administración de la Sociedad deberán realizar una oferta pública de compra previamente a la cancelación. Dichos accionistas deberán afectar en un fideicomiso por un período mínimo de seis meses los recursos necesarios para comprar al mismo precio de la oferta las acciones de los inversionistas que no acudieron a ésta, en el evento de que una vez realizada la oferta pública de compra y previo a la cancelación de la inscripción referida, no logren adquirir la totalidad del capital social pagado. La oferta pública de compra deberá realizarse cuando menos al precio que resulte mayor entre el valor de cotización en bolsa de conformidad con lo que más adelante se indica o el valor contable de la acción de acuerdo al último reporte trimestral presentado a la Comisión Nacional Bancaria y de Valores y a la bolsa antes del inicio de la oferta, excepto cuando dicho valor se haya modificado de conformidad con criterios aplicables a la determinación de información relevante, en cuyo caso deberá considerarse la información financiera más reciente con que cuente la emisora. El valor de cotización en bolsa será el precio promedio ponderado por volumen de las operaciones que se hayan efectuado durante los últimos treinta días en que hubieran negociado las acciones del capital social de la Sociedad, previos a la fecha de la oferta, durante un período que no podrá ser superior a seis meses. En caso de que el número de días en que hayan negociado las acciones durante el período señalado sea inferior a treinta, se tomarán los días que efectivamente se hubieren negociado. En el evento de que las acciones no se negocien en dicho período, se tomará el valor contable de las acciones. En caso de que la oferta comprenda más de una serie accionaria, el promedio a que hace referencia el párrafo anterior deberá realizarse por cada una de las series que se pretenda cancelar, debiendo tomarse como valor de cotización para la oferta pública de todas las series, el promedio que resulte mayor. ... Los accionistas a que se refieren estas disposiciones no estarán obligados a llevar a cabo la oferta pública mencionada para la cancelación registral, si se acredita el consentimiento de los accionistas que representen cuando menos el noventa y cinco por ciento del capital social de la Sociedad mediante acuerdo de asamblea y que el monto a ofrecer por las acciones colocadas entre el gran público inversionista sea menor a trescientas mil unidades de inversión. Lo anterior, en el entendido de que para solicitar y obtener la cancelación, la emisora deberá constituir el fideicomiso a que se hizo referencia anteriormente y notificar la cancelación y constitución del fideicomiso a través del Sistema Electrónico de Envío y Difusión de Información. Lo anteriormente previsto será aplicable a los certificados de participación ordinarios, así como a los títulos representativos de dos o más acciones de una o más series accionarias de la propia Sociedad. Los accionistas obligados a realizar la oferta pública, podrán solicitar a la Comisión Nacional Bancaria y de Valores les autorice, considerando la situación financiera y perspectivas de la Sociedad, utilizar una base distinta para la determinación del precio a que se ha hecho anteriormente referencia, siempre que presenten el acuerdo del Consejo de Administración, previa opinión favorable del Comité de Auditoría, en el que se contengan los motivos por los cuales se estima justificado establecer un precio distinto, acompañado de un informe de experto independiente que haga especial énfasis en que el precio es consistente con el artículo dieciséis de la Ley del Mercado de Valores.	1	1	1	1
6.4	¿Los minoritarios tienen el derecho de nominar un representante para el consejo de administración?	Estatuto Social	ARTICULO VIGESIMO NOVENO. En todo caso los titulares de acciones que representen por lo menos el diez por ciento del capital social, representado en su totalidad por acciones de una misma serie de acciones con derecho a voto del capital social, tendrán derecho a designar un miembro propietario y a su respectivo suplente, que únicamente podrá suplir al miembro propietario de que se trate; en la inteligencia de que los miembros del Consejo que fueren designados por las minorías que representen el porcentaje accionario referido, disminuirán en todos los casos el número de miembros propietarios y suplentes a ser designados por las mayorías de accionistas de la misma serie mediante votación por series según se indica en los incisos a) y b) anteriores, de la siguiente manera: en el supuesto de que un grupo minoritario que represente el diez por ciento del capital social representado por acciones de la Serie "A" designe a un miembro propietario y, en su caso, a su suplente, el miembro propietario y suplente designado por la minoría se restará automáticamente del número total de miembros propietarios y suplentes que corresponda designar a la mayoría de los titulares de acciones de la Serie "A" votando por separado y así sucesivamente en el caso de que las minorías designen a más de un miembro propietario y respectivo suplente. Del mismo modo, en el supuesto de que un grupo minoritario que represente el diez por ciento del capital social representado por acciones de la Serie "B" designe a un miembro propietario y, en su caso, a su suplente, el miembro propietario y suplente designado por la minoría se restará automáticamente del número total de miembros del Consejo que corresponda designar a la mayoría de los titulares de acciones de dicha Serie "B" votando por separado y así sucesivamente en el caso de que las minorías designen a más de un miembro propietario y respectivo suplente. Las minorías que hubieren ejercitado con tal carácter su derecho de voto para designar miembros del Consejo en los términos del presente inciso c), no tendrán derecho a votar sus acciones nuevamente para la designación de los miembros que hayan de ser designados por las mayorías votando por series, según se establece en los incisos a) y b) anteriores. Para tales efectos, previamente a la designación por series de los miembros del Consejo en los términos de los incisos a) y b) anteriores, quien presida la asamblea deberá requerir a las minorías a que, de ser su deseo, ejerciten en tal momento el derecho que se les concede en el presente inciso c), con el propósito de determinar previamente a la votación por series el número total de miembros del Consejo que podrá ser designado por cada serie en los términos del presente Artículo Vigésimo Noveno, así como para identificar las acciones que no computarán en la votación por series al haber sido votadas en ejercicio del derecho de minoría que se establece en el presente inciso c).	1	1	1	1

Categoría	Pregunta	Fuente	Artículos	2007	2009	2011	2012
6.5	¿Se requiere más de 65% de quórum en la junta de accionistas para la aprobación de decisiones importantes?	Estatuto Social	ARTICULO VIGESIMO SEPTIMO. Para que una asamblea general extraordinaria de accionistas se considere legalmente reunida en virtud de primera convocatoria, deberá estar representado en ella por lo menos el setenta y cinco por ciento de las acciones con derecho a voto en que se divida el capital social y sus resoluciones serán válidas cuando se tomen con el voto favorable de acciones que representen cuando menos el setenta por ciento de las acciones con derecho a voto en que se divida el capital social. ARTICULO VIGESIMO OCTAVO. Se requerirá la aprobación de la asamblea general extraordinaria de accionistas para que la Sociedad esté facultada para resolver respecto de cualquier propuesta: (i) de fusión o escisión de la sociedad, (ii) de transmisión o adquisición por la Sociedad de cualesquiera activos, bienes o acciones, que hayan de tener como resultado inmediato una variación de más de diez por ciento de las utilidades o de la base de activos de la Sociedad y (iii) de venta o disposición, bajo cualquier título legal de acciones propiedad de la Sociedad,	1	1	1	1
6.6	¿Se requiere que más de un 50% de los accionistas presentes en la Asamblea con derecho a voto aprueben las decisiones importantes?	Estatuto Social	ARTICULO VIGESIMO SEXTO. Para que una asamblea general ordinaria de accionistas se considere legalmente reunida en virtud de primera convocatoria, deberá estar representado en ella por lo menos el cincuenta por ciento de las acciones con derecho a voto en que se divida el capital social y sus resoluciones serán válidas cuando se tomen por mayoría de votos presentes.	1	1	1	1
6.7	¿Se requiere un 20% o menos de propiedad con derecho a voto para poder convocar una asamblea extraordinaria?	Estatuto Social	ARTICULO DECIMO NOVENO. ... En todo caso los accionistas titulares de por lo menos el diez por ciento del capital social representado en su totalidad por acciones con derecho a voto, podrán solicitar por escrito, en cualquier momento, que el Consejo de Administración o cualquiera de los Comités referidos convoquen a una asamblea de accionistas para discutir los asuntos que especifiquen en su solicitud.	1	1	1	1
6.8	¿Se requiere un 5% o menos de propiedad con derecho a voto para poder convocar una asamblea extraordinaria?	Estatuto Social	ARTICULO DECIMO NOVENO. ... En todo caso los accionistas titulares de por lo menos el diez por ciento del capital social representado en su totalidad por acciones con derecho a voto, podrán solicitar por escrito, en cualquier momento, que el Consejo de Administración o cualquiera de los Comités referidos convoquen a una asamblea de accionistas para discutir los asuntos que especifiquen en su solicitud.	0	0	0	0
7.1	¿Se cuenta con un código ético?	Informe de Responsabilidad Corporativa 2007, 2009, 2011 & 2012	El Código de Conducta y Ética creado en 2003 es un instrumento clave del éxito de la estrategia que ayuda a consolidar y fortalecer la identidad del Grupo Modelo. Este instrumento importante está basado en los cinco valores corporativos y establece directrices para asegurar que las acciones de los empleados de Grupo Modelo concuerden con dichos valores, refuercen la cultura organizacional, establezca patrones que sirvan para guiar la toma de decisiones en toda la organización, y desaliente las prácticas no deseadas	1	1	1	1
7.2	¿Existe un mecanismo para proveer información adicional a accionistas e inversores sobre la situación de la empresa?	Informes al mercado	La empresa contaba con un área de relación con inversionistas. Los informes publicados en Latibex apuntaban a Begoña Orgambide como responsable de esa área después de 2009 y Eduardo Zamarripa Escamilla antes.	1	1	1	1
7.3	¿La junta de accionistas conoce la política de remuneraciones?	Ata de la asamblea ordinaria 2008	13.- Se acuerda pagar a los señores miembros propietarios y suplentes del Consejo de Administración, del Comité de Auditoría, del Comité de Prácticas Societarias y del Comité Ejecutivo, al Secretario y Prosecretario de la Sociedad, como emolumentos por el desempeño de sus cargos, la cantidad en efectivo de \$35,000.00 M.N. (TREINTA Y CINCO MIL PESOS 00/100, MONEDA NACIONAL), por su asistencia a cada sesión de Consejo o de Comité de que se trate, sujetos los pagos referidos a las retenciones fiscales que procedan.	1	1	1	1
7.4	¿Se requiere una evaluación detallada de la empresa antes de una operación de F&A (Due diligence)?		No hay mención.	0	0	0	0

Categoría	Pregunta	Fuente	Artículos	2007	2009	2011	2012
7.5	¿Accionistas con al menos 20% de propiedad con derecho a voto están obligados a revelar información al mercado?		No hay mención.	0	0	0	0
7.6	¿Accionistas con al menos 5% de propiedad con derecho a voto están obligados a revelar información al mercado?		No hay mención.	0	0	0	0
				6.16	6.34	6.34	6.34

Fuente: Elaboración propia.

Cuadro A.2
AB Inbev

Categoría	Pregunta	Fuente	Artículos	2013	2014	2015
1.1	¿El Consejo de administración proporciona la información pertinente y oportuna para las asambleas ordinarias?	Capítulo de Gobierno Corporativo 2014/15	3.1. Poderes y responsabilidades del Directorio La compañía, históricamente, ha optado por una estructura de gobernanza de "un nivel " (one tier). Como resultado, el Directorio es la última instancia de la toma de decisiones, excepto por los poderes reservados por ley de los accionistas en las juntas de accionistas, o por especificación en los Artículos de la Asociación. Además de los poderes garantizados por ley y los Artículos de la Asociación, el Directorio tiene los siguientes poderes y responsabilidades exclusivas: Revisar y aprobar los informes financieros y consolidados anual y semestralmente, y si se requiere trimestralmente, examinar la posición financiera de cualquier subsidiaria de la compañía, y presentar en la junta anual de accionistas una evaluación clara y completa de las condiciones financieras de la compañía preparado por el CEO.	1	1	1
1.2	¿Tiene la responsabilidad de designar o constituir los comités corporativos?			0	0	0
1.3	¿Son responsables de la elección y monitoreo de la estrategia de la empresa?	Capítulo de Gobierno Corporativo 2014/15	3.1. Poderes y responsabilidades del Directorio: La compañía ha optado históricamente por una estructura de gobernanza de "un nivel" (one-tier). Como resultado, el Directorio es el ente tomador de decisiones de última instancia, excepto por los poderes reservados por ley de los accionistas en las juntas de accionistas, o por especificación en los Artículos de la Asociación. Además de los poderes garantizados por ley y los Artículos de la Asociación, el Directorio tiene los siguientes poderes y responsabilidades exclusivas: 1. Aprobar la estrategia de la compañía, recomendada por el CEO y supervisar el cumplimiento de los principales objetivos de la compañía.	1	1	1
1.4	¿Es la duración del mandato de los consejeros menor que 2 años?	Estatuto Social	ARTICULO 13. El período de los Directores deberá ser de 4 años, al menos que la junta de accionistas fije un período más corto.	0	0	0
1.5	¿Se revisa periódicamente el desempeño de los consejeros?	Informe de Gobierno Corporativo 2013/14/15	2.3. Evaluación del Directorio y sus comités: Periódicamente, por iniciativa del presidente del directorio, se evalúa el desempeño del Directorio y de sus comités como un todo; y a iniciativa del Presidente respectivo de cada comité se evalúa el desempeño de los comités del directorio.	1	1	1
1.6	¿Existe un programa de capacitación sistemático para los consejeros?	Capítulo de Gobierno Corporativo 2014/15	El Presidente del Directorio se asegurará de que los nuevos directores reciban una inducción completa y adaptada a la compañía antes de unirse al Consejo y que los directores existentes actualicen continuamente sus habilidades y el conocimiento y familiaridad con la compañía requerida para cumplir su papel tanto en el Consejo como en los Comités del Consejo	1	1	1

Categoría	Pregunta	Fuente	Artículos	2013	2014	2015
1.7	¿Los consejeros son responsables civil y/o penalmente de la veracidad de la información que divulga?	Ley mercado de valores México, 30.12.2005	Artículo 37.- La responsabilidad consistente en indemnizar los daños y perjuicios ocasionados con motivo de los actos, hechos u omisiones a hacen referencia los artículos 34, 35 y 36 de esta Ley, será solidaria entre los culpables que hayan adoptado la decisión y será exigible como consecuencia de los daños o perjuicios ocasionados. La indemnización que corresponda deberá cubrir los daños y perjuicios causados a la sociedad o personas morales que ésta controle o en las que tenga una influencia significativa y, en todo caso, se procederá a la remoción del cargo de los culpables.	1	1	1
1.8	¿Es responsable el consejo de la política de remuneraciones?	Informe de Gobierno Corporativo 2013/14/15	El principal rol del comité de remuneraciones es guiar al Directorio respecto a todas sus decisiones relacionadas con las políticas de remuneración para el Directorio, los CEO y el Directorio Ejecutivo de Administración y sobre el paquete individual de remuneraciones de los directores, los CEO y los miembros del Directorio Ejecutivo de Administración.	1	1	1
1.9	¿Los miembros del consejo son propuestos por un comité adhoc al consejo de administración en la Asamblea Ordinaria?	Informe de Gobierno Corporativo 2013/14/15	El principal papel del Comité de nominaciones es guiar el proceso de sucesión del Directorio. El Comité identifica personas calificadas para convertirlas en miembros del directorio y recomienda candidatos a Director a ser nominados por el directorio y nombrados por la junta de accionistas.	1	1	1
2.1	¿Son al menos 20% de los consejeros considerados externos / independientes?	Informe de Gobierno Corporativo 2013/14/15	27% de independientes en 2013 y 29% en los años siguientes. Información disponible en la segunda, Directorios.	1	1	1
2.2	¿Tiene el Consejo un tamaño entre 5 y 15 consejeros?	Informe de Gobierno Corporativo 2013/14/15	11 miembros en 2013 y 14 en los siguientes años. Información disponible en la segunda sección, Directorio.	1	1	1
3.1	¿No son el CEO y el presidente del Consejo la misma persona?	Informe de Gobierno Corporativo 2013/14/15	El CEO no será el Presidente del Directorio. Sr. Kees Storm, Presidente del Directorio (2013/14) / Sr. Olivier Goudet (2015) Carlos Brito, Gerente General (2013/14/15)	1	1	1
3.2	¿El consejo es presidido por un consejero externo e independiente?	Informe de Gobierno Corporativo 2013/14/15	Sr. Kees Storm y Sr. Olivier Goudet: directores independientes	1	1	1
3.3	¿El presidente es seleccionado por su experiencia, capacidad y prestigio profesional?	Capítulo de Gobierno Corporativo 2014/15	Designación: La nominación del Director está basada en las recomendaciones del Comité de Nominaciones, y está sujeta a la aprobación de los accionistas en la junta de accionistas. La composición del directorio no solo será equilibrada considerando primeramente las respectivas capacidades, educación, experiencia y antecedentes, sino también por género, nacionalidad y edad de cada miembro del directorio. La adecuación del tamaño y composición será evaluada regularmente por el Directorio sobre la iniciativa del comité de nominaciones.	1	1	1
4.1	¿Cuenta con un comité de auditoría constituido?	Informe de Gobiernos Corporativos 2013/14/15	El directorio ha sido asistido por los 4 comités: el comité de auditoría, comité financiero, comité de remuneraciones y el comité de nominaciones.	1	1	1
4.2	¿Es el comité de auditoría presidido por un consejero externo/independiente?	Capítulo de Gobiernos Corporativos 2014/15	El Directorio elige al Presidente del Directorio de entre los miembros quienes cumplen con los criterios del director independiente. Para la designación del Presidente del Directorio, el comité de nominaciones preparará la descripción del puesto, incluyendo una evaluación del compromiso del tiempo esperado, reconociendo la necesidad de disponibilidad en eventos críticos. El CEO no será el Presidente del Directorio.	1	1	1
4.3	El comité de auditoría participa en la selección de la auditoría externa?	Informe de Gobierno Corporativo 2013/14/15	El comité también considerar levantar temas de auditoría interna conducidos por el departamento de auditoría interna y la implementación del programa de cumplimiento de la compañía. Las obligaciones del Grupo bajo la Ley Sarbane – Oxley, la revisión de la independencia del auditor externo y el estado trimestral de los litigios significativos son algunos de los otros temas importantes de la agenda del Comité.	1	1	1

Categoría	Pregunta	Fuente	Artículos	2013	2014	2015
4.4	¿Tiene responsabilidad en el diseño y monitoreo de la política de control interno?	Informe de Gobierno Corporativo 2013/14/15	<p>El Comité (auditoría) también considera temas de auditoría interna conducidos por el departamento de auditoría interna del Grupo y la implementación del programa de cumplimiento de la compañía. Las obligaciones del Grupo bajo la Ley Sarbane – Oxley, la revisión de la independencia del auditor externo y el estado trimestral de los litigios significativos son algunos de los otros temas importantes de la agenda del Comité.</p> <p>La evaluación del comité de auditoría se realiza al menos una vez al año y es alcanzada a través de un proceso escrito cada miembro del comité es requerido para comentar y proveer evaluación numérica sobre un número de preguntas incluidas en un cuestionario escrito. Las preguntas en el cuestionario se refieren a la composición del comité, la comprensión del negocio y sus riesgos, la supervisión de los procesos de información financiera, incluyendo los controles internos y la supervisión de funciones de auditoría interna y externa. Para las preguntas significativas que han obtenido una puntuación baja en la escala de eficiencia propuesta, se discute un plan de acción durante una reunión del comité. El análisis del cuestionario y el plan de acción acordado se presentan posteriormente a todo el Consejo.</p>	1	1	1
5.1	¿Cuenta con un comité de riesgo constituido?	Informe de Gobierno Corporativo 2013/14/15	El Comité de Finanzas se reunió cuatro veces en 2015. Las discusiones del Comité incluyeron la actualización de la tesorería y la estrategia de la gestión general de riesgos incluyendo pero no limitando los riesgos relacionados a <i>commodities</i> , tasas de interés, monedas y liquidez, políticas de cobertura, perfil de la deuda y estructura de capital del grupo, pensiones, dividendos y la política de revelación de la compañía.	1	1	1
5.2	¿Es el comité de riesgo presidido por un consejero externo/independiente?	Informe de Gobierno Corporativo 2013/14/15	Alexandre Van Damme, director no ejecutivo	0	0	0
5.3	¿Es el comité responsable del seguimiento de la estrategia de riesgos de la empresa?	Informe de Gobierno Corporativo 2013/14/15	El Comité de Finanzas se reunió cuatro veces en 2015. Las discusiones del Comité incluyeron la actualización de la tesorería y la estrategia de la gestión general de riesgos incluyendo pero no limitando los riesgos relacionados a <i>commodities</i> , tasas de interés, monedas y liquidez, políticas de cobertura, perfil de la deuda y estructura de capital del grupo, pensiones, dividendos y la política de revelación de la compañía.	1	1	1
6.1	¿Existe la práctica de voto seguro a distancia para el accionista?	Estatuto Social	ARTICULO 26 BIS. – VOTO A DISTANCIA antes de la Junta de Accionistas. Cualquier accionista puede votar a distancia antes de la Junta, enviando un formulario o si es permitido por la compañía en el aviso de convocatoria de la Junta, enviando un formulario vía electrónica (en cuyo caso la forma deberá ser firmada electrónicamente de acuerdo a la ley Belga), a través de un formulario el cual debe ser puesto a disposición por la compañía. El formulario firmado en original deberá ser recibido por la compañía al menos en el sexto día calendario anterior al día de la Junta. La votación a través del formulario firmado electrónicamente puede ser presentado hasta el día anterior a la Junta. La compañía también puede organizar un voto a distancia antes de la Junta vía otros métodos de comunicación electrónica, tales como, entre otros, a través de una o varias páginas web. Esta deberá especificar los términos prácticos del voto a distancia en el anuncio de convocatoria. La compañía se asegurará de organizar el voto a distancia antes de la Junta de Accionistas, ya sea a través del envío del formulario electrónico o a través de los otros métodos de comunicación electrónicos. La compañía será capaz, a través del sistema utilizado, de controlar la identidad y capacidad de cada persona que emita un voto electrónico. Los accionistas que voten a distancia, deben, con el fin de que su voto sea considerado en el conteo quorum y del voto mayoritario, cumplir con las condiciones establecidas en el Artículo 25.	1	1	1
6.2	¿Es garantizado el principio de igualdad entre acción y voto?	Estatuto Social	ARTICULO 28. Cada acción representa un voto.	1	1	1
6.3	¿Hay mecanismos de protección de todos los accionistas frente a las tomas de control (<i>mandatory-bid rule, sell-out rule</i>)?	Ley del 1 Abril 2007 tomas de control por ofertas públicas de acciones (Takeover Bids – FSMA)	Artículo 5. Donde, seguido de una adquisición por una persona, por personas actuando concertadamente con esa persona, o por personas actuando por cuenta de aquellas personas, una persona directamente o indirectamente con la propiedad de más de 30% de las acciones de la compañía con derecho a voto registrados en Bélgica y con al menos una parte de sus acciones con derecho a voto admitidas para ser tranzadas en un mercado regulado o por una facilidad comercial multilateral designada por el Rey, esa persona deberá, bajo las condiciones determinadas por el Rey, lanzar una toma de control por oferta pública de acciones para todas las acciones con derecho a voto de la compañía o acciones que otorguen acceso a derecho a voto y notificar a FSMA. Para la aplicación de párrafo anterior, el Rey puede, después de ser considerado por el Consejo de Ministros y sobre la recomendación de la FSMA, determinar otro porcentaje o un porcentaje adicional para las acciones con derecho a voto, con el fin de considerar los desarrollos en los mercados financieros y de ser necesario tomar medidas transitorias.	1	1	1
6.4	¿Los minoritarios tienen el derecho de nominar un representante para el consejo de administración?		No hay mención.	0	0	0

Categoría	Pregunta	Fuente	Artículos	2013	2014	2015
6.5	¿Se requiere más de 65% de quórum en la junta de accionistas para la aprobación de decisiones importantes?	Estatuto Social		0	0	0
6.6	¿Se requiere que más de un 50% de los accionistas presentes en la Asamblea con derecho a voto aprueben las decisiones importantes?	Estatuto Social	ARTICULOS 23. – PODERES. Los siguiente asuntos deberán estar dentro de la jurisdicción de la Junta de Accionistas y deberán ser adoptadas con una votación positiva de 50% más uno de los accionistas presentes o representados en la Junta, sin considerar el número de acciones presentes o representadas en la Junta.	1	1	1
6.7	¿Se requiere un 20% o menos de propiedad con derecho a voto para poder convocar una asamblea extraordinaria?	Capítulo de Gobierno Corporativo 2014/15	El Directorio o el Auditor legal puede convocar a una Junta de Accionistas Extraordinaria. Accionistas que representen un quinto del capital de Anheuser-Busch InBev's puede también pedir al Directorio convocar una Junta de Accionistas Extraordinaria.	1	1	1
6.8	¿Se requiere un 5% o menos de propiedad con derecho a voto para poder convocar una asamblea extraordinaria?	Capítulo de Gobierno Corporativo 2014/15	El Directorio o el Auditor legal puede convocar a una Junta de Accionistas Extraordinaria. Accionistas que representen un quinto del capital de Anheuser-Busch InBev's puede también pedir al Directorio convocar una Junta de Accionistas Extraordinaria.	1	1	1
7.1	¿Se cuenta con un código ético?	Informe de Gobierno Corporativo 2013/14/15	1.3.1. Fomentando la conducta ética. El Directorio de Anheuser-Busch InBev estimula a la administración promover, adherir y mantener los más altos estándares de comportamiento ético y transparencia. Por lo tanto, se han establecido reglas éticas que son reforzadas por los códigos internos y políticas de Anheuser-Busch InBev. Esto fomenta la conducta empresarial responsable de todos los empleados. Los códigos de conducta empresarial de Anheuser-Busch InBev establecen estándares éticos que se espera adhieran todos los empleados. Esto requiere que los empleados cumplan con todas las leyes, revelen conflictos de interés, que actúen todo el tiempo en el interés de la compañía y que conduzcan todas las transacciones de forma honesta y ética. El Código de Conducta Empresarial también cubre la confidencialidad de la información, limita la aceptación de regalos o entretenimiento, y el uso apropiado de la propiedad de la compañía. El Código de Conducta Empresarial es complementado por la Política Global Anti-Corrupción, la cual define las responsabilidades y el comportamiento esperado de los trabajadores. Establece claramente a los trabajadores de Anheuser-Busch InBev que queda estrictamente prohibido, ya sea directa o indirectamente, ofrecer, prometer, autorizar o dar cualquier cosa de valor a cualquier individuo con el fin de obtener o retener negocios o influir en negocios o en toma de decisiones gubernamentales conectadas con las actividades comerciales de Anheuser-Busch InBev.	1	1	1
7.2	¿Existe un mecanismo para proveer información adicional a accionistas e inversores sobre la situación de la empresa?	Sitio Web de la Compañía	Hay un departamento de relación con inversionistas.	1	1	1
7.3	¿La junta de accionistas conoce la política de remuneraciones?	Informe de Gobierno Corporativo 2013/14/15	La Junta de Accionistas del 30 Abril 2014 también ha decidido reemplazar el Plan de Garantía LTI por un plan de incentivos de opciones de largo plazo para directores y confirmar que todas las garantías LTI para directores sra en forma de opciones sobre las acciones existentes con las siguientes características: •un precio de ejercicio que sea fijado igual al precio de mercado de la acción al momento de la garantía; • un plazo máximo de 10 años y un periodo de ejercicio que comienza después de 5 años; y • las opciones LTI otorga el derecho a los trabajadores de recibir los beneficios totales del plan de jubilación (Cliff vest) después de 5 años. Opciones no protegidas son sujetas a disposiciones específicas de decomisos en el evento que la dirección no sea renovada al término de su mandato o durante mandato por incumplimiento del deber del director.	1	1	1
7.4	¿Se requiere una evaluación detallada de la empresa antes de una operación de F&A (Due diligence)?		No hay mención.	0	0	0
7.5	¿Accionistas con al menos 20% de propiedad con derecho a voto están obligados a revelar información al mercado?	Estatuto Social	ARTICULO 5 TER. REVELACIÓN DE PARTICIPACIONES SIGNIFICATIVAS. Además de la notificación, el umbral requerido y lo establecido por la legislación vigente, la obligación de notificar también se aplica tan pronto como el importe de los valores mobiliarios con derecho de voto sea superior o inferior al umbral del 3%.	1	1	1
7.6	¿Accionistas con al menos 5% de propiedad con derecho a voto están obligados a revelar información al mercado?	Estatuto Social	ARTICULO 5 TER. REVELACIÓN DE PARTICIPACIONES SIGNIFICATIVAS. Además de la notificación, el umbral requerido y lo establecido por la legislación vigente, la obligación de notificar también se aplica tan pronto como el importe de los valores mobiliarios con derecho de voto sea superior o inferior al umbral del 3%.	1	1	1
				7,67	7,67	7,67

Fuente: Elaboración propia.

Cuadro A.3
Cía. General de Electricidad

Categoría	Pregunta	Fuente	Artículos	2013	2014	2015
1.1	¿El Consejo de administración proporciona la información pertinente y oportuna para las asambleas ordinarias?	Estatuto Social	Página 6: artículo 21 - 5	1	1	1
1.2	¿Tiene la responsabilidad de designar o constituir los comités corporativos?	Ley 18046, modificada por ley 20382 (20,10,2009)	Artículo 33 y 55 bis.	1	1	1
1.3	¿Son responsables de la elección y monitoreo de la estrategia de la empresa?	Estatuto Social	Página 6: artículo 21 - 1	1	1	1
1.4	¿Es la duración del mandato de los consejeros menor que 2 años?	Estatuto Social	Página 5: artículo 14	0	0	0
1.5	¿Se revisa periódicamente el desempeño de los consejeros?	Ley 18046, modificada por ley 20382 (20,10,2009)	Art. 51.	1	1	1
1.6	¿Existe un programa de capacitación sistemático para los consejeros?			0	0	0
1.7	¿Los consejeros son responsables civil y/o penalmente de la veracidad de la información que divulga?	Ley 18046, modificada por ley 20382 (20,10,2009)	Artículo 7 y 41.	1	1	1
1.8	¿Es responsable el consejo de la política de remuneraciones?	Estatuto Social	Página 6: artículo 21 - 3	1	1	1
1.9	¿Los miembros del consejo son propuestos por un comité ad-hoc al consejo de administración en la Asamblea Ordinaria?	Estatuto Social	Página 11: artículo 34	0	0	0
2.1	¿Son al menos 20% de los consejeros considerados externos / independientes?	Memoria Anual	Mención a 1 director independiente de 7 directores en 2012: Antonio Bascuñán Valdés (14%). Mención a 1 director independiente de 6 directores en 2013: Antonio Bascuñán Valdés (20%). No había mención a directores independientes en 2014: Antonio Bascuñán Valdés (14%).	0	1	0
2.2	¿Tiene el Consejo un tamaño entre 5 y 15 consejeros?	Estatuto Social	Página 5: artículo 12 (7 miembros).	1	1	1
3.1	¿No son el CEO y el presidente del Consejo la misma persona?	Estatuto Social	Página 5: artículo 17.	1	1	1
3.2	¿El consejo es presidido por un consejero externo e independiente?	Memoria Anual	Único director independiente: Antonio Bascuñán Valdés. Presidente: Jorge Eduardo Marín Correa.	0	0	0
3.3	¿El presidente es seleccionado por su experiencia, capacidad y prestigio profesional?			0	0	0
4.1	¿Cuenta con un comité de auditoría constituido?	Memoria Anual	Hay un comité de directores que ejerce funciones de auditoría.	1	1	1
4.2	¿Es el comité de auditoría presidido por un consejero externo/independiente?	Memoria Anual	En consecuencia, a contar del día 27 de abril de 2012, el Comité de Directores de la Sociedad quedó integrado por los Directores don Antonio Bascuñán Valdés, don Cristián Neuweiler Heinsen y don Andrés Pérez Cruz. Preside el Comité el Director don Antonio Bascuñán Valdés y como Secretario del Comité actúa el Gerente Corporativo Legal, señor Rafael Salas Cox.	1	1	0
4.3	¿El comité de auditoría participa en la selección de la auditoría externa?	Memoria Anual	Las actividades desarrolladas por el Comité de Directores durante el ejercicio comprendieron: b) La proposición al Directorio respecto de los auditores externos que fueron sugeridos en la Junta Ordinaria de Accionistas. d) La contratación de los Auditores Externos para la prestación de servicios que no forman parte de la auditoría.	1	1	1

Categoría	Pregunta	Fuente	Artículos	2013	2014	2015
4.4	¿Tiene responsabilidad en el diseño y monitoreo de la política de control interno?	Memoria Anual	Las actividades desarrolladas por el Comité de Directores durante el ejercicio comprendieron: g) En materia de Control Interno el Comité trató la evaluación del trabajo realizado por la Auditoría Interna durante el ejercicio 2012; el examen del informe de control interno emitido por los auditores externos Ernst & Young conforme a las instrucciones establecidas por la Circular N° 980 de la Superintendencia de Valores y Seguros; la revisión del plan anual de auditoría y el mapa de riesgos relevantes, con especial énfasis en seguridad informática y riesgo operacional; el análisis de las actividades destinadas a la implementación de un modelo de prevención de delitos contemplado en la ley 20.393 sobre Responsabilidad Penal de las Personas Jurídicas y el avance alcanzado en Auditoría Interna durante el año 2013	1	1	1
5.1	¿Cuenta con un comité de riesgo constituido?	Encuesta GC 2012, 2013 Encuesta GC 2014	- 4 A) La sociedad cuenta con políticas y procedimientos formales para la administración de sus riesgos, siendo el personal atingente, independiente del vínculo contractual que lo una con la sociedad, debidamente informado y capacitado respecto de tales materias. Además dichas políticas y procedimientos son revisados periódicamente y actualizados, si correspondiere. b) El directorio cuenta con un Comité o unidad que le reporte directamente, dedicado a controlar que las políticas y procedimientos, referidos en la letra anterior, se cumplan y que, por ende, la exposición a los riesgos efectivamente asumidos, sea acorde a lo definido en tales políticas. Respuesta: Sí - 1E) Al 31 de diciembre de 2015 la Sociedad había implementado un procedimiento formal de Gestión y Control de Riesgos que no contenía todas las buenas prácticas internacionales sobre la materia. No obstante, el Directorio, en su sesión ordinaria celebrada el 1 de febrero de 2016 aprobó el nuevo modelo de gestión de riesgos de la Sociedad que considera el cumplimiento de los estándares de las mejores prácticas de gobierno corporativo que permita la identificación de los principales riesgos que afectan los negocios de CGE, así como también realizar una adecuada gestión de los mismos.	1	1	0
5.2	¿Es el comité de riesgo presidido por un consejero externo/independiente?	Memoria Anual	En consecuencia, a contar del día 27 de abril de 2012, el Comité de Directores de la Sociedad quedó integrado por los Directores don Antonio Bascuñán Valdés, don Cristián Neuweiler Heinsen y don Andrés Pérez Cruz. Preside el Comité el Director don Antonio Bascuñán Valdés y como Secretario del Comité actúa el Gerente Corporativo Legal, señor Rafael Salas Cox.	1	1	0
5.3	¿Es el comité responsable del seguimiento de la estrategia de riesgos de la empresa?	Memoria Anual	Las actividades desarrolladas por el Comité de Directores durante el ejercicio comprendieron: h) En materia de Control de Riesgos, el Comité efectuó el análisis de los riesgos reputacionales y riesgos operacionales de la Sociedad, principalmente tecnológicos y la identificación de los procesos claves de los ámbitos más relevantes relacionados con los distintos grupos de interés de la Sociedad; la revisión de la organización y funciones de la Subgerencia Corporativa de Administración de Valores y del resultado de la auditoría practicada a los distintos procesos efectuados por dicha subgerencia y el análisis del proceso de compra de suministros, materiales y equipos eléctricos para las empresas eléctricas del grupo.	1	1	0
6.1	¿Existe la práctica de voto seguro a distancia para el accionista?	Encuesta GC	2 b) La entidad cuenta con un mecanismo que permite la participación remota y en tiempo real de los accionistas en las juntas de accionistas. Respuesta: NO	0	0	0
6.2	¿Es garantizado el principio de igualdad entre acción y voto?	Estatuto Social	Página 2: Artículo 4	1	1	1
6.3	¿Hay mecanismos de protección de todos los accionistas frente a las tomas de control (<i>mandatory-bid rule, sell-out rule</i>)?	Ley 18046, modificada por ley 20382 (20,10,2009)	Art. 71 bis. También dará derecho a retiro en favor de los accionistas minoritarios, que un controlador adquiera más del noventa y cinco por ciento de las acciones de una sociedad anónima abierta. Este derecho a retiro deberá ser ejercido dentro del plazo de 30 días contado desde la fecha en que el accionista controlador alcance la participación indicada, lo que se comunicará dentro de los dos días hábiles siguientes a través de un aviso destacado publicado en un diario de circulación nacional y en el sitio en Internet de la sociedad, si ella dispone de tales medios.	1	1	1
6.4	¿Los minoritarios tienen el derecho de nominar un representante para el consejo de administración?	Ley 18046, modificada por ley 20382 (20,10,2009)	Artículo 50 bis. Para poder ser elegidos como directores independientes, los candidatos deberán ser propuestos por accionistas que representen el 1% o más de las acciones de la sociedad, con a lo menos diez días de anticipación a la fecha prevista para la junta de accionistas llamada a efectuar la elección de los directores.	1	1	1
6.5	¿Se requiere más de 65% de quórum en la junta de accionistas para la aprobación de decisiones importantes?	Estatuto Social	Página 9: Artículo 27 y 28	0	0	0

Categoría	Pregunta	Fuente	Artículos	2013	2014	2015
6.6	¿Se requiere que más de un 50% de los accionistas presentes en la Asamblea con derecho a voto aprueben las decisiones importantes?	Estatuto Social	Página 10: Artículo 29	1	1	1
6.7	¿Se requiere un 20% o menos de propiedad con derecho a voto para poder convocar una asamblea extraordinaria?	Estatuto Social	Página 8/9: Artículo 24	1	1	1
6.8	¿Se requiere un 5% o menos de propiedad con derecho a voto para poder convocar una asamblea extraordinaria?	Estatuto Social	Página 8/9: Artículo 24	0	0	0
7.1	¿Se cuenta con un código ético?	Encuesta GC	4 d) El directorio ha implementado un Código de Conducta Ética, que define los principios que guían el actuar de todo su personal, independiente del vínculo contractual con ella, y cuenta con procedimientos adecuados para capacitar respecto de tales principios. R: Sí	1	1	1
7.2	¿Existe un mecanismo para proveer información adicional a accionistas e inversores sobre la situación de la empresa?	Encuesta GC	2 d) La entidad cuenta con una persona, unidad o sistema, cuyo objetivo principal es responder de manera oportuna a las inquietudes que razonablemente manifiesten los accionistas e inversionistas nacionales o extranjeros, respecto de la situación, marcha y negocios públicamente conocidos de la entidad, indicándoles además dónde pueden obtener la información que por ley puede ser provista a los accionistas y al público en general. R: Sí	1	1	1
7.3	¿La junta de accionistas conoce la política de remuneraciones?	Estatuto Social	Página 5: Artículo 19	1	1	1
7.4	¿Se requiere una evaluación detallada de la empresa antes de una operación de F&A (Due diligence)?	- Ley 18046, modificada por ley 20382 (20,10,2009) - Memoria Anual 2014	- Art. 99. Aprobados en junta general los balances auditados y los informes periciales que procedieren de las sociedades objeto de la fusión y los estatutos de la sociedad creada o de la absorbente, en su caso, el directorio de ésta deberá distribuir directamente las nuevas acciones entre los accionistas de aquéllas, en la proporción correspondiente. - Para facilitar la formulación de la referida oferta pública que tuviese el carácter de vinculante y que contuviese un precio a firme, el Directorio aprobó dar acceso a información interna de la Sociedad, con el objeto que se realice un proceso de revisión de dicha información, denominado "due diligence". Se indicó que dicho proceso no se encontraba terminado y suponía, con la adopción de los resguardos del caso, el acceso a información de los negocios de la Sociedad y sus antecedentes operacionales, económicos, financieros, contables y legales	1	1	1
7.5	¿Accionistas con al menos 20% de propiedad con derecho a voto están obligados a revelar información al mercado?	Sitio web de la SVS	Mostraba todos los controladores que detenían más de 2,56% en (2013) y 0,0491% (2014, 2015)	1	1	1
7.6	¿Accionistas con al menos 5% de propiedad con derecho a voto están obligados a revelar información al mercado?	Sitio web de la SVS	Mostraba todos los controladores que detenían más de 2,56% en (2013) y 0,0491% (2014, 2015)	1	1	1
				7,29	7,94	5,99

Fuente: Elaboración propia.

Cuadro A.4
Quickfood SA

Categoría	Pregunta	Fuente	Artículos	2006	2010	2013
1.1	¿El Consejo de administración proporciona la información pertinente y oportuna para las asambleas ordinarias?	Ley del Mercado de Capitales 26.831 (28.12.2012)	ARTICULO 70.	0	0	1
1.2	¿Tiene la responsabilidad de designar o constituir los comités corporativos?			0	0	0
1.3	¿Son responsables de la elección y monitoreo de la estrategia de la empresa?	Estatuto Social	Página 2: Artículo 10	1	1	1
1.4	¿Es la duración del mandato de los consejeros menor que 2 años?	Estatuto Social	Página 2: Artículo 8	1	1	1
1.5	¿Se revisa periódicamente el desempeño de los consejeros?	Código Gobierno Societario 2013	II.7.1 El Directorio formula y aprueba las estrategias de la Sociedad, definiendo los objetivos de gestión, informando los mismos en su Memoria anual y en los principales puntos de la Reseña Informativa trimestral. Asimismo, la proyección del negocio, que incluye el presupuesto anual, es objeto de tratamiento y aprobación por parte del propio Directorio.	0	0	1
1.6	¿Existe un programa de capacitación sistemático para los consejeros?	Código Gobierno Societario 2013	II.1.1.9 El Directorio se encarga de implementar programas continuos de entrenamiento para los ejecutivos que desempeñan cargos gerenciales en las distintas materias que comprende sus actividades, incluyendo, entre otras, los procesos de calidad integral, las operaciones técnicas y seguridad industrial, la de estados contables, finanzas y comercialización.	0	0	1
1.7	¿Los consejeros son responsables civil y/o penalmente de la veracidad de la información que divulga?	Ley de Sociedades Comerciales (30.03.1984)	ARTICULO 200. 276. 305.	1	1	1
1.8	¿Es responsable el consejo de la política de remuneraciones?			0	0	0
1.9	¿Los miembros del consejo son propuestos por un comité ad-hoc al consejo de administración en la Asamblea Ordinaria ?			0	0	0
2.1	¿Son al menos 20% de los consejeros considerados externos / independientes?	Síntesis Asambleas	25% (2006); 36% (2010); 43% (2013)	1	1	1
2.2	¿Tiene el Consejo un tamaño entre 5 y 15 consejeros?	Síntesis Asambleas Declaración Jurada de No Independencia	8 (2006); 11 (2010); 7 (2013)	1	1	1
3.1	¿No son el CEO y el presidente del Consejo la misma persona?	Hechos relevantes Prospecto Emisión Programas Obligaciones Negociables al 18 07 2013	2006: Luis Miguel Bameule (Presidente y CEO); 2010: Marcos Molina dos Santos (Presidente) y Luis Miguel Bameule (CEO); 2013: José Antonio Do Prado Fay (Presidente) y no hay mención a un gerente general en el Prospecto que listan todos los gerentes de la compañía.	0	1	1
3.2	¿El consejo es presidido por un consejero externo e independiente?			0	0	0
3.3	¿El presidente es seleccionado por su experiencia, capacidad y prestigio profesional?			0	0	0
4.1	¿Cuenta con un comité de auditoría constituido?	Estatuto Social	Página 2: Artículo 8 (Comisión Fiscalizadora)	1	1	1
4.2	¿Es el comité de auditoría presidido por un consejero externo/independiente?			0	0	0
4.3	El comité de auditoría participa en la selección de la auditoría externa?	Código Gobierno Societario 2013	IV.2	0	0	1
4.4	¿Tiene responsabilidad en el diseño y monitoreo de la política de control interno?	Código Gobierno Societario 2013	IV.2	0	0	1
5.1	¿Cuenta con un comité de riesgo constituido?			0	0	0

Categoría	Pregunta	Fuente	Artículos	2006	2010	2013
5.2	¿Es el comité de riesgo presidido por un consejero externo/independiente?			0	0	0
5.3	¿Es el comité responsable del seguimiento de la estrategia de riesgos de la empresa?			0	0	0
6.1	¿Existe la práctica de voto seguro a distancia para el accionista?			0	0	0
6.2	¿Es garantizado el principio de igualdad entre acción y voto?	Estatuto Social		0	0	0
6.3	¿Hay mecanismos de protección de todos los accionistas frente a las tomas de control (<i>mandatory-bid rule, sell-out rule</i>)?	Estatuto Social	Artículo 18º: La Sociedad es una "Sociedad no adherida al Régimen Estatutario Optativo de Ofertas Públicas de Adquisición Obligatoria".	0	0	0
6.4	¿Los minoritarios tienen el derecho de nominar un representante para el consejo de administración?			0	0	0
6.5	¿Se requiere más de 65% de quórum en la junta de accionistas para la aprobación de decisiones importantes?			0	0	0
6.6	¿Se requiere que más de un 50% de los accionistas presentes en la Asamblea con derecho a voto aprueben las decisiones importantes?	Ley de Sociedades Comerciales (30.03.1984)	ARTICULO 244.	1	1	1
6.7	¿Se requiere un 20% o menos de propiedad con derecho a voto para poder convocar una asamblea extraordinaria?	Ley de Sociedades Comerciales (30.03.1984)	ARTICULO 236.	1	1	1
6.8	¿Se requiere un 5% o menos de propiedad con derecho a voto para poder convocar una asamblea extraordinaria?	Ley de Sociedades Comerciales (30.03.1984)	ARTICULO 236.	1	1	1
7.1	¿Se cuenta con un código ético?	Código Gobierno Societario 2013	VIII.1	0	0	1
7.2	¿Existe un mecanismo para proveer información adicional a accionistas e inversores sobre la situación de la empresa?	Hechos Relevantes (1-11-2006 & 2-3-2010) Código Gobierno Societario 2013	Ernesto Lasnier - Responsable de Relaciones con el Mercado Suplente 2006 Miguel Gorelik - Responsable de Relaciones con el Mercado 2010 V.1.2.	1	1	1
7.3	¿La junta de accionistas conoce la política de remuneraciones?	Síntesis Asamblea 31-10-07 Acta de la Asamblea 25-10-10 Acta de la Asamblea 25-10-13		1	1	1
7.4	¿Se requiere una evaluación detallada de la empresa antes de una operación de F&A (Due diligence)?	Ley de Sociedades Comerciales (30.03.1984)	ARTICULO 77. y ARTICULO 83.	1	1	1
7.5	¿Accionistas con al menos 20% de propiedad con derecho a voto están obligados a revelar información al mercado?	Prospecto Emisión de Acciones 2010 Ley del Mercado de Capitales 26831 (28.12.2012)	ARTICULO 99. y ARTICULO 100.	0	1	1
7.6	¿Accionistas con al menos 5% de propiedad con derecho a voto están obligados a revelar información al mercado?		ARTICULO 99. y ARTICULO 100.	0	1	1
				3,56	4,33	5,61

Fuente: Elaboración propia.

Cuadro A.5
Banco Colpatría

Categoría	Pregunta	Fuente	Artículos	2010	2012	2015
1.1	¿El Consejo de administración proporciona la información pertinente y oportuna para las asambleas ordinarias?	Estatutos Sociales (2010, 2012 y 2015)	Artículo 41.1, 41.12 y 41.13	1	1	1
1.2	¿Tiene la responsabilidad de designar o constituir los comités corporativos?	Estatutos Sociales (2010, 2012 y 2015)	Artículo 41.2-10 y 42-4.11	1	1	1
1.3	¿Son responsables de la elección y monitoreo de la estrategia de la empresa?	Estatutos Sociales (2010, 2012 y 2015)	Artículo 41-2.2.1 y 42-1.8	1	1	1
1.4	¿Es la duración del mandato de los consejeros menor que 2 años?	Estatutos Sociales (2010, 2012 y 2015)	Artículo 30-2	1	1	1
1.5	¿Se revisa periódicamente el desempeño de los consejeros?			0	0	0
1.6	¿Existe un programa de capacitación sistemático para los consejeros?	Reglamento Interno Junta Directiva	Artículo 2	1	1	1
1.7	¿Los consejeros son responsables civil y/o penalmente de la veracidad de la información que divulga?	Estatutos Sociales (2010, 2012 y 2015)	Artículo 49-6, 7 y 49-6, 15	1	1	1
1.8	¿Es responsable el consejo de la política de remuneraciones?	Código de Buen Gobierno 2011, 2012 y 2015	Hay un comité de remuneraciones	1	1	1
1.9	¿Los miembros del consejo son propuestos por un comité adhoc al consejo de administración en la Asamblea Ordinaria ?	Código de Buen Gobierno 2015	Página 21:	0	0	1
2.1	¿Son al menos 20% de los consejeros considerados externos / independientes?	Encuesta Código País 2010/11, 2012 Estatuto Social (2015)	Pregunta 34 (*) Pregunta: La mayoría de los miembros de la Junta Directiva u órgano que haga sus veces es independiente? (Medida 16): Si Artículo 42.1 (7 miembros más 7 suplentes) 2 de los cuales son independientes	1	1	1
2.2	¿Tiene el Consejo un tamaño entre 5 y 15 consejeros?	Estatutos Sociales (2010, 2012 y 2015)	Artículo 37 (7 miembros más 7 suplentes)	1	1	1
3.1	¿No son el CEO y el presidente del Consejo la misma persona?	Información relevante de la Superfinanciera de Colombia 26/02/2010 y 03/09/2010 Sitio Web: Informe GC	Eduardo Pacheco Cortez: Presidente de la Junta Directiva y Santiago Perdomo Maldonado: Presidente de la sociedad LUIS SANTIAGO PERDOMO CEO - Eduardo Pacheco Cortes, Presidente Junta Directiva	1	1	1
3.2	¿El consejo es presidido por un consejero externo e independiente?			0	0	0
3.3	¿El presidente es seleccionado por su experiencia, capacidad y prestigio profesional?	Reglamento Interno Junta Directiva	Artículo 2	1	1	1
4.1	¿Cuenta con un comité de auditoría constituido?	Código de Buen Gobierno 2010,2012 y 2015	Página 14, 18 y 18	1	1	1
4.2	¿Es el comité de auditoría presidido por un consejero externo/independiente?	Ley 964, 2005 Información relevante de la Superfinanciera de Colombia 27-6-2012 Encuesta Código País 2015	Artículo 45. Comité de auditoría. Los emisores de valores deberán constituir un comité de auditoría el cual se integrará con por lo menos tres (3) miembros de la junta directiva incluyendo todos los independientes. El presidente de dicho comité deberá ser un miembro independiente. JULIO MANUEL AYERBE MUÑOZ: presidente independiente 18.16. "Los integrantes del Comité de Auditoría cuentan con la idoneidad profesional, trayectoria, experiencia y conocimientos relativos al ejercicio de la actividad bancaria así como su condición de miembros independientes de la Junta Directiva, lo que les permite pronunciarse con objetividad, independencia y rigurosidad sobre los aspectos correspondientes a este Comité."	1	1	1
4.3	El comité de auditoría participa en la selección de la auditoría externa?	Código de Buen Gobierno 2010,2012 y 2015	Página 15, 18 y 18	1	1	1

Categoría	Pregunta	Fuente	Artículos	2010	2012	2015
4.4	¿Tiene responsabilidad en el diseño y monitoreo de la política de control interno?	Código de Buen Gobierno 2010,2012 y 2015	Página 15, 19 y 19	1	1	1
5.1	¿Cuenta con un comité de riesgo constituido?	Código de Buen Gobierno 2010,2012 y 2015	Página 22, 24 y 24	1	1	1
5.2	¿Es el comité de riesgo presidido por un consejero externo/independiente?			0	0	0
5.3	¿Es el comité responsable del seguimiento de la estrategia de riesgos de la empresa?	Código de Buen Gobierno 2010,2012 y 2015	Página 22, 24 y 24	1	1	1
6.1	¿Existe la práctica de voto seguro a distancia para el accionista?	Encuesta Código País 2011/10, 2012 y 2015	A TRAVÉS DE LA PÁGINA WEB DE LA SOCIEDAD LOS ACCIONISTAS PUEDEN HACER USO DEL CHAT	1	1	1
6.2	¿Es garantizado el principio de igualdad entre acción y voto?	Estatutos Sociales (2010, 2012 y 2015)	Artículo 14	1	1	1
6.3	¿Hay mecanismos de protección de todos los accionistas frente a las tomas de control (<i>mandatory-bid rule, sell-out rule</i>)?			0	0	0
6.4	¿Los minoritarios tienen el derecho de nominar un representante para el consejo de administración?			0	0	0
6.5	¿Se requiere más de 65% de quórum en la junta de accionistas para la aprobación de decisiones importantes?			0	0	0
6.6	¿Se requiere que más de un 50% de los accionistas presentes en la Asamblea con derecho a voto aprueben las decisiones importantes?	Estatutos Sociales (2010, 2012 y 2015)	Artículo 21	1	1	1
6.7	¿Se requiere un 20% o menos de propiedad con derecho a voto para poder convocar una asamblea extraordinaria?			0	0	0
6.8	¿Se requiere un 5% o menos de propiedad con derecho a voto para poder convocar una asamblea extraordinaria?			0	0	0
7.1	¿Se cuenta con un código ético?	Encuesta Código País 2011/10, 2012 Sitio Web: Código de Conducta	Pregunta 80 (*) Pregunta: Si se cuenta con prácticas de gobierno corporativo adicionales a las recomendadas por el Código de Mejores Prácticas Corporativas, en esta sección se da la opción para que el emisor las dé a conocer. R: Si Código de conducta https://www.banco.colpatria.com.co/fiduciaria/Inversionistas/pdf/SyL.pdf	1	1	1
7.2	¿Existe un mecanismo para proveer información adicional a accionistas e inversores sobre la situación de la empresa?	Encuesta Código País 2011/10, 2012 y 2015	Pregunta 58: El emisor cuenta con un punto de atención o de contacto, a disposición de sus inversionistas que sirve de canal de comunicación entre estos y aquella? R: Si	1	1	1
7.3	¿La junta de accionistas conoce la política de remuneraciones?	Código de Buen Gobierno 2010,2012 y 2015	Página 21	1	1	1
7.4	¿Se requiere una evaluación detallada de la empresa antes de una operación de F&A (Due diligence)?	Código de Comercio (decreto 410 27.03.1971)	Artículo 170 y 173.	1	1	1
7.5	¿Accionistas con al menos 20% de propiedad con derecho a voto están obligados a revelar información al mercado?			0	0	0
7.6	¿Accionistas con al menos 5% de propiedad con derecho a voto están obligados a revelar información al mercado?			0	0	0
				6,18	6,18	6,36

Fuente: Elaboración propia.

Cuadro A.6
Sociedad Minera La Cima SA / Gold Fields La Cima SA

Categoría	Pregunta	Fuente	Artículos	2004/05	2010
1.1	¿El Consejo de administración proporciona la información pertinente y oportuna para las asambleas ordinarias?	Principios de Buen GC 2005, 2010	II. SECCIÓN SEGUNDA: INFORMACIÓN ADICIONAL b. Indique si los accionistas tienen a su disposición durante la junta los puntos a tratar de la agenda y los documentos que lo sustentan, en medio físico. (X) Sí (...) NO	1	1
1.2	¿Tiene la responsabilidad de designar o constituir los comités corporativos?	Principios de Buen GC 2004, 2010	Página 14 y página 19: Principio 18.	1	1
1.3	¿Son responsables de la elección y monitoreo de la estrategia de la empresa?	Principios de Buen GC 2004, 2010	Página 13 y página 15: Principio 11.	1	1
1.4	¿Es la duración del mandato de los consejeros menor que 2 años?			0	0
1.5	¿Se revisa periódicamente el desempeño de los consejeros?			0	0
1.6	¿Existe un programa de capacitación sistemático para los consejeros?			0	0
1.7	¿Los consejeros son responsables civil y/o penalmente de la veracidad de la información que divulga?	Ley General de Sociedades N°26887 (05.12.1997)	Artículo 175 y 177	1	1
1.8	¿Es responsable el consejo de la política de remuneraciones?	Principios de Buen GC 2004, 2010	Página 13 y página 16: Principio 12 y principio 13.b	1	1
1.9	¿Los miembros del consejo son propuestos por un comité ad-hoc al consejo de administración en la Asamblea Ordinaria?			0	0
2.1	¿Son al menos 20% de los consejeros considerados externos / independientes?	Memoria Anual 2010	Página 2 independientes y 4 internos; 33% independientes.	0	1
2.2	¿Tiene el Consejo un tamaño entre 5 y 15 consejeros?	Memoria Anual 2004 y 2010	Página 9/10 (7 miembros) Página 35 (6 miembros)	1	1
3.1	¿No son el CEO y el presidente del Consejo la misma persona?	Memoria Anual 2004 y 2010	PRESIDENTE DEL DIRECTORIO : SR. SALVADOR GUBBINS GRANGER / Gerente General Ing. Daniel Carlos Villanueva Ortiz (2004), Presidente: Nicholas John Holland. Gerente General: Juan Luis Kruger Sayán (2010)	1	1
3.2	¿El consejo es presidido por un consejero externo e independiente?			0	0
3.3	¿El presidente es seleccionado por su experiencia, capacidad y prestigio profesional?	Memoria Anual 2010	Página 35	0	1
4.1	¿Cuenta con un comité de auditoría constituido?			0	0
4.2	¿Es el comité de auditoría presidido por un consejero externo/independiente?			0	0
4.3	El comité de auditoría participa en la selección de la auditoría externa?			0	0
4.4	¿Tiene responsabilidad en el diseño y monitoreo de la política de control interno?			0	0
5.1	¿Cuenta con un comité de riesgo constituido?			0	0
5.2	¿Es el comité de riesgo presidido por un consejero externo/independiente?			0	0
5.3	¿Es el comité responsable del seguimiento de la estrategia de riesgos de la empresa?			0	0
6.1	¿Existe la práctica de voto seguro a distancia para el accionista?	Principios de Buen GC 2004, 2010	Página 12 y 5: Principio 4. c	1	1

Categoría	Pregunta	Fuente	Artículos	2004/05	2010
6.2	¿Es garantizado el principio de igualdad entre acción y voto?	Memoria Anual 2004 Principios de Buen GC 2010	Página 7 Página 6	0	0
6.3	¿Hay mecanismos de protección de todos los accionistas frente a las tomas de control (<i>mandatory-bid rule</i> , <i>sell-out rule</i>)?			0	0
6.4	¿Los minoritarios tienen el derecho de nominar un representante para el consejo de administración?	Estatuto Social	Página 10 artículo 32	0	1
6.5	¿Se requiere más de 65% de quórum en la junta de accionistas para la aprobación de decisiones importantes?	Estatuto Social	Página 7 Artículo 22	0	0
6.6	¿Se requiere que más de un 50% de los accionistas presentes en la Asamblea con derecho a voto aprueben las decisiones importantes?	Estatuto Social	Página 7 Artículo 23 y 35	1	1
6.7	¿Se requiere un 20% o menos de propiedad con derecho a voto para poder convocar una asamblea extraordinaria?	Estatuto Social	Página.4 artículo 15	1	1
6.8	¿Se requiere un 5% o menos de propiedad con derecho a voto para poder convocar una asamblea extraordinaria?	Estatuto Social	Página.4 artículo 15	1	1
7.1	¿Se cuenta con un código ético?	Memoria Anual 2010	Página 35	0	1
7.2	¿Existe un mecanismo para proveer información adicional a accionistas e inversores sobre la situación de la empresa?	Principios de Buen GC 2004, 2010	Página 13 y 10/11: Principio 8	1	1
7.3	¿La junta de accionistas conoce la política de remuneraciones?	Principios de Buen GC 2004, 2010	Página 16: Principio 13.b	0	1
7.4	¿Se requiere una evaluación detallada de la empresa antes de una operación de F&A (Due diligence)?	Ley General de Sociedades N°26887 (05.12.1997)	Artículo 115, 221 y 339	1	1
7.5	¿Accionistas con al menos 20% de propiedad con derecho a voto están obligados a revelar información al mercado?	Memoria Anual 2004 y 2010	Página 7 – Estructura accionaria Página 13 – Estructura accionaria	1	1
7.6	¿Accionistas con al menos 5% de propiedad con derecho a voto están obligados a revelar información al mercado?	Memoria Anual 2004 y 2010	Página 7 – Estructura accionaria Página 13 – Estructura accionaria	1	1

Fuente: Elaboración propia.

Anexo 4

Análisis econométrico

Cuatro variables fueron propuestas como potenciales medidas del premio pagado. La variable PREMIUM es calculada sobre el patrimonio neto (PN) de la empresa referente al ejercicio fiscal anterior a la F&A. La variable PREMIUM2 es calculada de manera similar, con la única diferencia que para las empresas que no reportaron un balance financiero un año antes a la F&A, se tomó el valor de dos ejercicios fiscales anteriores para el cálculo del premio. La variable PREMIUM3 y PREMIUM4 son calculadas cambiando el patrimonio neto por el valor de mercado (VM) de la acción 20 días y 30 días respectivamente antes del anuncio de la F&A. El cuadro 1A muestra la correlación entre los diferentes proxies del premio pagado. A partir de éste se procede al análisis con las variables PREMIUM y PREMIUM4.

Cuadro A.7
Correlación entre las diferentes proxies del premio

	PREMIUM	PREMIUM2	PREMIUM3	PREMIUM4
PREMIUM	1,0000			
PREMIUM2	1,0000	1,0000		
PREMIUM3	0,5373	0,5373	1,0000	
PREMIUM4	0,5325	0,5325	0,9969	1,0000

Fuente: Elaboración propia basado en los resultados del modelo.

Analizando la distribución de las 133 observaciones incluidas en el modelo de la variable del premio pagado sobre el patrimonio neto y de las 116 en el modelo con la variable premio pagado sobre valor de mercado se observa que las variables no están normalmente distribuidas y tienen una cola larga hacia la derecha (*positively skewed distribution*). Por esto se optó por utilizar el logaritmo del premio pagado como variable dependiente.

La incorporación de indicadores de los estados financieros de las empresas reduce substancialmente el número de observaciones con que se puede analizar la relación. Otro factor que también reduce el número de observaciones es la inclusión de variables que requieren información sobre el comprador pues muchas operaciones tienen más de un comprador, haciendo que la observación no sea incluida en el análisis. Los resultados preliminares sin la inclusión de los términos al cuadrado son presentados en el cuadro A.8. Es importante destacar que la incorporación de muchas variables en el modelo (*dummies* de país, sector y tiempo) reduce los grados de libertad pudiendo comprometer el análisis. Por eso la variable df_r al final del cuadro muestra cuántos grados de libertad hay en cada regresión para que el lector sepa cuanto realmente se puede confiar en la teoría asintótica.

Cuadro A.8
Determinantes del Premio pagado - Patrimonio Neto^a

Variables	(1) HR OLS	(2) HAR OLS	(3) HAR OLS	(4) HR OLS	(5) HAR OLS	(6) HAR OLS
CorpGov	0,161 (0,348)	0,161 (0,358)	0,161 (0,364)	0,156 (0,235)	0,156 (0,279)	0,156 (0,290)
RS1	-0,00451*** (0,00919)	-0,00451*** (0,00738)	-0,00451*** (0,00908)			
InTA1				-0,153* (0,0637)	-0,153* (0,0720)	-0,153* (0,0544)
MROA	0,0147 (0,493)	0,0147 (0,499)	0,0147 (0,525)	0,0213 (0,208)	0,0213 (0,228)	0,0213 (0,243)
LevR1	0,0149** (0,0429)	0,0149** (0,0465)	0,0149* (0,0675)	0,00788 (0,256)	0,00788 (0,241)	0,00788 (0,221)
AMROA	0,00794 (0,193)	0,00794 (0,202)	0,00794 (0,190)			

Cuadro A.8 (conclusión)

Variables	(1) HR OLS	(2) HAR OLS	(3) HAR OLS	(4) HR OLS	(5) HAR OLS	(6) HAR OLS
ALevR1	-0,00170 (0,810)	-0,00170 (0,811)	-0,00170 (0,825)			
ADR	0,170 (0,529)	0,170 (0,505)	0,170 (0,487)	0,413 (0,104)	0,413 (0,160)	0,413 (0,167)
SameIndustry	-0,421 (0,190)	-0,421 (0,168)	-0,421 (0,163)	-0,381* (0,0524)	-0,381* (0,0623)	-0,381** (0,0262)
Constant	0,597 (0,583)	0,597 (0,605)	0,597 (0,603)	1,193 (0,151)	1,193 (0,186)	1,193 (0,175)
Observations	133	133	133	181	180	181
R-squared	0,266	0,266	0,266	0,256	0,253	0,256
VIF	2,79	2,79	2,79	2,18	2,21	2,18
RESET	0,225	0,225	0,225	0,726	0,726	0,726
r2_a	0,0318	0,0318	0,0318	0,102	0,103	0,102
df_m	31	31	28	30	30	28
df_r	100	66	30	149	78	37
Cluster		Sector	Sector del país		Sector	Sector del país

Fuente: Elaboración propia basado en los resultados del modelo.

^a La variable dependiente es el \ln_PREM (logaritmo del premio pagado sobre el patrimonio neto). Los valores reportados abajo de los coeficientes son los p-values y los asteriscos muestran la significancia del coeficiente a 1%(***) , 5% (**) y 10%(*). Los tests reportados son respectivamente, un indicador de multicolinealidad, VIF - Variance Inflation Factor (regla de oro VIF <10), el p-valor del teste RESET de Ramsey (H0: modelo no tiene variables omitidas). Además se reporta también el valor del R2, el R2 ajustado, así como los grados de libertad del modelo (df_m) y del residuo (df_r). Variables control omitidas del cuadro: dummies de país, sector y año.

Cuadro A.9
Determinantes del Premio pagado - Valor de Mercado

Variables	(1) HR OLS	(2) HAR OLS	(3) HAR OLS	(4) HR OLS	(5) HAR OLS	(6) HAR OLS
CorpGov	-0,200 (0,409)	-0,200 (0,413)	-0,200 (0,413)	-0,0189 (0,885)	-0,0189 (0,887)	-0,0189 (0,861)
RS1	-0,00173 (0,273)	-0,00173 (0,303)	-0,00173 (0,307)			
lnTA1				-0,0642 (0,339)	-0,0642 (0,364)	-0,0642 (0,359)
MROA	0,0120 (0,576)	0,0120 (0,585)	0,0120 (0,589)	0,0167 (0,347)	0,0167 (0,340)	0,0167 (0,374)
LevR1	-0,000640 (0,880)	-0,000640 (0,875)	-0,000640 (0,867)	-0,00516 (0,343)	-0,00516 (0,381)	-0,00516 (0,386)
AMROA	0,00262 (0,847)	0,00262 (0,850)	0,00262 (0,841)			
ALevR1	-0,00896 (0,277)	-0,00896 (0,296)	-0,00896 (0,337)			
ADR	-0,0183 (0,949)	-0,0183 (0,947)	-0,0183 (0,949)	0,0594 (0,769)	0,0594 (0,733)	0,0594 (0,708)
Misma industria	0,0271 (0,916)	0,0271 (0,904)	0,0271 (0,908)	-0,00830 (0,963)	-0,00830 (0,958)	-0,00830 (0,951)
Constante	0,830 (0,232)	0,830 (0,242)	0,830 (0,276)	0,680 (0,274)	0,680 (0,289)	0,680 (0,329)
Observaciones	116	116	116	155	154	155
R-cuadrado	0,202	0,202	0,202	0,212	0,212	0,212
VIF	4,23	4,23	4,23	2,27	2,30	2,27
RESET	5,30e-09	5,30e-09	5,30e-09	8,54e-05	8,54e-05	8,54e-05
r2_a	-0,105	-0,105	-0,105	0,0140	0,0195	0,0140
df_m	30	29	27	29	28	28
df_r	83	59	31	123	69	35
Cluster		Sector	Sector del país		Sector	Sector del país

Fuente: Elaboración propia basado en las estimaciones.

^a La variable dependiente es el $\ln_PREMIUM4$ (logaritmo del premio pagado sobre el valor de mercado 30 días antes al anuncio de la F&A). Los valores reportados debajo de los coeficientes son los p-values y los asteriscos muestran la significancia del coeficiente a 1%(***) , 5% (**) y 10%(*). Los tests reportados son respectivamente, un indicador de multicolinealidad, VIF, Variance Inflation Factor (regla de oro VIF <10), el p-valor del teste RESET de Ramsey (H0: modelo no tiene variables omitidas). Además se reporta también el valor del R2, el R2 ajustado, así como los grados de libertad del modelo (df_m) y del residuo (df_r). Variables control omitidas del cuadro: dummies de país, sector y año.

Los cuadros A.8 y A.9 muestran resultados preliminares sin un análisis de la linealidad de los parámetros o de outliers. Lo que cambia entre las especificaciones es un intento por mejorar la eficiencia del modelo. Por eso para cada especificación se hizo una estimación robusta a heterocedasticidad (HR OLS) más otras dos robustas a heterocedasticidad y correlación (HAR OLS) entre sectores y sectores de distintos países. El ajuste por correlación no aumenta la eficiencia del modelo y además compromete el número de grados de libertad. Por eso este estudio sigue estimando los modelos con la corrección solo para heterocedasticidad.

Las pruebas de especificación RESET muestran potenciales problemas con las especificaciones de los modelos cuando la variable explicativa es creada usando el valor de mercado de las empresas. Eso requiere una búsqueda por otras variables o por un análisis de no linealidades potenciales de las variables explicativas.

Primero se propuso cuatro especificaciones diferentes. La primera con la variable dependiente construida con el patrimonio neto y solo incluyendo variables de la empresa objetivo:

$$(1) \quad \ln_PREM_i \\ = \beta_0 + \beta_1 CorpGov_p + \beta_2 \ln TA1_t + \beta_3 MROA_i + \beta_4 LevR1_i + \beta_5 ADR_i \\ + \beta_6 SameIndustry_i + \sum \beta_m Country_i + \sum \beta_j Year_i + \sum \beta_z Industry_i + \varepsilon_i.$$

La segunda especificación, también con la variable dependiente construida con el patrimonio neto, incluye variables explicativas de la empresa compradora además de las especificadas en el primer modelo:

$$(2) \quad \ln_PREM_i \\ = \beta_0 + \beta_1 CorpGov_p + \beta_2 \ln TA1_t + \beta_3 RS1_i + \beta_4 MROA_i + \beta_5 LevR1_i \\ + \beta_6 AMROA_i + \beta_7 ALevR1_i + \beta_8 ADR_i + \beta_9 SameIndustry_i + \sum \beta_m Country_i \\ + \sum \beta_j Year_i + \sum \beta_z Industry_i + \varepsilon_i.$$

Las especificaciones tres y cuatro tienen como variables independientes el premio sobre el valor de mercado, con la especificación tres incluyendo variables explicativas solo del target y la cuatro variables de la empresa objetivo y compradora además de una variable adicional: *MTBI*, la división entre el valor de mercado y el valor del patrimonio neto en el período anterior a la F&A. Esto deja las especificaciones (3) y (4) de la siguiente forma:

$$(3) \quad \ln PREMIUM4_i \\ = \beta_0 + \beta_1 CorpGov_p + \beta_2 \ln TA1_t + \beta_3 MROA_i + \beta_4 LevR1_i + \beta_5 MTB1_i + \beta_6 ADR_i \\ + \beta_7 SameIndustry_i + \sum \beta_m Country_i + \sum \beta_j Year_i + \sum \beta_z Industry_i + \varepsilon_i.$$

$$(4) \quad \ln PREMIUM4_i \\ = \beta_0 + \beta_1 CorpGov_p + \beta_2 RS1_{iT} + \beta_3 MROA_i + \beta_4 LevR1_i + \beta_5 MTB1_i \\ + \beta_6 AMROA_i + \beta_7 ALevR1_i + \beta_8 ADR_i + \beta_9 SameIndustry_i + \sum \beta_m Country_i \\ + \sum \beta_j Year_i + \sum \beta_z Industry_i + \varepsilon_i.$$

Antes de proseguir cabe hacer algunos comentarios sobre el por qué de estas especificaciones distintas. La diferencia entre las dos primeras especificaciones y las dos últimas es la medida del premio que por ser construida de manera diferente puede llevar a conclusiones distintas. Entonces, como no hay una medida considerada como ideal por la literatura se analiza el impacto en ambas medidas. El segundo punto es la inclusión de variables de la empresa compradora. Esto de cierta forma reduce la probabilidad que haya endogeneidad por sesgo de la variable omitida, ya que se incluye más variables. Inicialmente se puede imaginar que esa probabilidad debería ser pequeña ya que el vínculo entre las variables de rentabilidad de la empresa objetivo y de la compradora que son del mismo sector debe ser captado por la *dummy SameIndustry*. Sin embargo, como este trabajo no logra acceder a los niveles más desagregados de las industrias, el problema de endogeneidad puede persistir con la *dummy de SameIndustry* incluida en la lista de variables explicativas. Entonces en resume se prueba cuatro diferentes especificaciones para alcanzar más robustez en los resultados e igualmente se intenta reducir el potencial problema de endogeneidad.

Para cada especificación se intenta detectar posibles relaciones de no linealidad en la relación. Para esto se observa los gráficos de residuos parciales⁶².

De los gráficos presentados es difícil identificar alguna relación de no linealidad. La variable de rentabilidad promedio parece presentar una relación cuadrática pero se nota que esto es resultado de la mayor influencia de algunas observaciones. Por esa razón, antes de proceder con las estimaciones se analiza para la identificación de variables con influencia en esa relación, o sea, una variable con un alto residuo (*outlier*) y que estén lejos del promedio de la propia variable (*high leverage*) que puedan estar distorsionando la relación. De acuerdo con Chen *et al.* (2003) dos medidas son las más comunes para identificar observaciones con influencia. Los *studentized residuals* y la distancia de Cook, ambas medidas toman en cuenta tanto la distancia de la variable a la línea de regresión como la distancia para su promedio. Como regla de oro, los autores recomiendan atención a las variables que tienen un *studentized residuals* mayor que 2 y distancia Cook mayor que $4/n$. El cuadro A.10 lista las observaciones que exceden ambos límites:

Cuadro A.10
Identificación de Outliers: Especificación 1

Observación	Identificador de la empresa objetivo	Distancia de Cook >0,022099	Residuos studentizados > 2
30	IMPSAT Fiber Networks Inc	0,052318	2,490266
33	Renault Argentina SA	0,074089	3,004451
42	Fleury SA	0,036288	-2,95526
59	Hypermarcas SA	0,039838	2,185181
75	Multiplan Empreendimentos Imobiliarios SA	0,058439	3,057494
105	QGN Participacoes SA	0,187609	5,054072
144	Invermar SA	0,162749	-5,022
202	Editorial Diana SA de CV	0,063234	-2,22144

Fuente: Elaboración propia basada en resultados del modelo.

Las medidas anteriormente presentadas muestran una imagen general de la influencia de estas variables. Una variable más específica para medir la influencia es el *DFBETA*, que mide cuanto cambia el coeficiente de la regresión cuando una observación específica es excluida.

Para la exclusión de observaciones ese trabajo eligió el criterio de excluir las observaciones que el *dfbeta* de *CorpGov* sobrepasase en dos veces el criterio determinado por Chen *et al.* (2003) y las observaciones que su exclusión impactasen en algún de los errores estándar de los otros principales regresores en más de un desvío estándar. Se nota que las observaciones 144 y 202 influyen más en el coeficiente de *CorpGov*. Por su influencia, como se muestra en el cuadro A.11, la observación 105 también fue excluida de la muestra. Ese procedimiento fue repetido para las demás especificaciones.

⁶² Residuos parciales es una técnica gráfica que intenta mostrar la relación entre una variable independiente dada y la variable de respuesta ya que otras variables independientes también están en el modelo.

Cuadro A.11
Identificación de Outliers: Especificación 2

Observación	Identificador de la empresa objetivo	Distancia de Cook >0,030075	Residuos studentizados > 2
19	Quickfood SA	0,049641	-2,55401
30	IMPSAT Fiber Networks Inc	0,068743	2,1982
33	Renault Argentina SA	0,096541	2,784418
98	Souza Cruz SA	0,072759	2,55039
105	QGN Participacoes SA	0,384431	5,908825
147	Eneris Americas SA	0,033378	-2,18824
192	Red de Carreteras de Occidente SAPIB de CV	0,068949	-2,04804

Fuente: Elaboración propia basado en los resultados del modelo.

Las observaciones que mostraron mayor impacto en el coeficiente de gobierno corporativo, por haber pasado el límite de 0,3468 (2 veces 0,173421) son: 33, 105, 193 y 195 (*dfbetas*: 0,4582513, -0,5128278, -0,4096939 y 0,689705).

Cuadro A.12
Identificación de Outliers: Especificación 3

Observación	Identificador de la empresa objetivo	Distancia de Cook >0,029197	Residuos studentizados > 2
33	Renault Argentina SA	0,312328	-5,28217
42	Fleury SA	0,041853	-2,83956
71	Cia Brasileira de Distribuicao	0,055473	2,086645
144	Invermar SA	0,268372	-6,76656

Fuente: Elaboración propia basado en los resultados del modelo.

Las observaciones que mostraron mayor impacto en el coeficiente de gobierno corporativo, por haber pasado el límite de 0,341742 (2 veces 0,170871) son: 33, 144 y 202 (*dfbetas*: -0,7681715, -0,5602838 y 0,5669795).

Cuadro A.13
Identificación de Outliers: Especificación 4

Observación	Identificador de la empresa objetivo	Distancia de Cook >0,037383	Residuos studentizados > 2
33	Renault Argentina SA	0,617307	-7,80639
65	Aperam Inox America do Sul SA	0,02387	2,231449
71	Cia Brasileira de Distribuicao	0,136336	2,708655
182	Banco CorpBanca Colombia SA	0,057632	2,046237

Fuente: Elaboración propia basado en los resultados del modelo.

Las observaciones que mostraron mayor impacto con valores del *dfbeta* de *CorpGov* superando el límite de 0,38669 (2 veces 0,19334) fueron: 33 (-1,836394) y 182 (0,4922383). También se excluyó la observación 71 por rebasar el límite de una desviación estándar.

A partir de ese análisis se llegó a los resultados presentados en el cuadro A.14. Las ocho regresiones del cuadro A.14 muestran que excluyendo las observaciones anteriormente identificadas, el modelo se adapta mejor a los datos. Como un test de robustez, se estimó un modelo robusto a outliers, de acuerdo con Verardi y Croux (2009). El M-estimator minimiza una función que pondera las observaciones por su distancia Cook, donde las mayores distancias reciben una menor ponderación. En

la mayoría de los casos los resultados son consistentes con la exclusión de las variables. La especificación 4 continúa apuntando problemas de especificación de acuerdo con el test RESET.

Cuadro A.14
Determinantes del Premio pagado^a

Variables	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)
	HC OLS	M-EST	HC OLS	M-EST	HC OLS	M-EST	HC OLS	M-EST
CorpGov	0,171* (0,0940)	0,101 (0,318)	0,161 (0,375)	0,0804 (0,520)	0,117 (0,176)	0,0301 (0,666)	-0,0600 (0,625)	-0,224* (0,0688)
RS1			-0,00236* (0,0812)	-0,00243 (0,113)			-0,000891 (0,330)	-0,000710 (0,561)
InTA1	-0,136** (0,0115)	-0,0473 (0,293)	-0,137** (0,0262)	-0,110** (0,0330)	-0,0448 (0,255)	-0,0873** (0,0120)		
MROA	0,0290*** (0,00717)	0,0371*** (2,33e-06)	0,0369*** (0,000199)	0,0312*** (0,000129)	-0,00536 (0,444)	-0,0131** (0,0313)	0,000227 (0,979)	2,22e-05 (0,998)
LevR1	0,0154*** (0,000943)	0,00871** (0,0231)	0,0193*** (0,000538)	0,0115*** (0,00591)	0,000452 (0,857)	0,00194 (0,417)	0,00163 (0,632)	0,00204 (0,536)
AMROA			0,00954* (0,0558)	0,00825 (0,128)			-0,00614 (0,520)	-0,0108 (0,245)
ALevR1			0,00464 (0,275)	0,00566 (0,210)			2,14e-05 (0,995)	0,000415 (0,919)
ADR	0,179 (0,426)	0,0761 (0,695)	0,0272 (0,915)	0,165 (0,463)	-0,0922 (0,595)	0,000161 (0,999)	-0,214 (0,215)	-0,188 (0,263)
Misma Industria	-0,217 (0,194)	-0,0335 (0,818)	-0,0418 (0,849)	0,353* (0,0629)	0,0606 (0,612)	0,128 (0,242)	0,0450 (0,819)	0,0766 (0,666)
MTB1					6,73e-05 (0,630)	1,34e-05 (0,894)	-2,03e-05 (0,873)	-2,69e-05 (0,847)
Constante	0,615 (0,220)	-0,0458 (0,923)	0,240 (0,747)	-0,380 (0,490)	0,777** (0,0273)	1,129*** (0,000603)	0,813* (0,0559)	0,860* (0,0661)
Observaciones	178	181	129	133	134	137	104	107
R-cuadrado	0,332	0,359	0,451	0,473	0,262	0,460	0,283	0,338
VIF	2,23		3,44		2,45		4,50	
RESET	0,320	0,320	0,945	0,945	0,419	0,419	0,834	0,834
r2_a	0,190	0,225	0,261	0,298	0,0283	0,294	-0,0549	0,0391
df_m	30	31	32	33	30	32	31	33
df_r	146	149	95	99	101	104	70	73

Fuente: Elaboración propia basado en los resultados del modelo.

^a La variable dependiente es el ln_PREM (logaritmo del premio pagado sobre el patrimonio neto) para las dos primeras especificaciones y lnPREMIUM4 (logaritmo del premio pagado sobre el valor de mercado) para las demás. Los valores reportados abajo de los coeficientes son los p-valores y los asteriscos muestran la significancia del coeficiente a 1%****, 5%(**) y 10%(*). Los tests reportados son respectivamente, un indicador de multicolinealidad, VIF - Variance Inflation Factor (regla de oro VIF <10), el p-valor del teste RESET de Ramsey (H0: modelo no tiene variables omitidas). Además se reporta también el valor del R2, el R2 ajustado, así como los grados de libertad del modelo (df_m) y del residuo (df_r). Variables control omitidas del cuadro: dummies de país, sector y año.

El cuadro A.15 busca verificar si la hipótesis de que la normativa de gobierno corporativo de un país sola es importante para determinar el premio pagado si las autoridades de ese país realmente sancionan las empresas que no cumplen con las legislaciones. Para eso se creó una variable de la interacción de gobierno corporativo con un índice de *rule of law* del Banco Mundial (Kaufmann *et al.*, 2011). Dos versiones de la variable fueron tomadas para mirar la robustez del resultado. La primera (ecuaciones 1, 2 y 3) es la versión cruda del indicador que va de un mínimo de -2.5 a un máximo de 2.5. La segunda versión, *RuleLaw3*, (ecuación 4, 5 y 6) es ese valor en el percentil que se encuentra cada país del análisis.

Cuadro A.15
Determinantes del Premio pagado: *Rule of Law* – Especificación 1^a

Variables	(1) HR OLS	(2) HR OLS	(3) M-EST	(4) HR OLS	(5) HR OLS	(6) M-EST
CorpGov	0,145 (0,270)	0,264 (0,121)	0,186 (0,105)	0,0637 (0,823)	0,552 (0,104)	0,196 (0,403)
RuleLaw	0,267 (0,852)	1,867 (0,255)	1,252 (0,240)			
CGRL	0,00736 (0,946)	-0,167 (0,201)	-0,0261 (0,784)			
RuleLaw3				-0,00704 (0,853)	0,0472 (0,271)	0,0220 (0,431)
CGRL3				-0,000578 (0,878)	-0,00553 (0,207)	-0,000249 (0,941)
lnTA1	-0,201** (0,0174)	-0,148 (0,104)	-0,0346 (0,455)	-0,161* (0,0764)	-0,145 (0,109)	-0,0315 (0,496)
MROA	0,0176 (0,297)	0,0195 (0,270)	0,0343*** (2,57e-05)	0,0248 (0,174)	0,0192 (0,284)	0,0341*** (3,05e-05)
LevR1	0,0111** (0,0393)	0,00798 (0,275)	0,00848** (0,0307)	0,00599 (0,398)	0,00813 (0,260)	0,00866** (0,0284)
ADR	0,265 (0,256)	0,234 (0,370)	0,145 (0,468)	0,195 (0,434)	0,218 (0,405)	0,139 (0,490)
Misma industria	-0,291 (0,130)	-0,383* (0,0922)	-0,0670 (0,660)	-0,446** (0,0495)	-0,386* (0,0943)	-0,0707 (0,645)
Constante	1,401 (0,292)	2,053 (0,134)	0,680 (0,395)	1,426 (0,363)	-0,713 (0,675)	-0,870 (0,431)
Observaciones	168	171	171	169	171	171
R-cuadrada	0,333	0,259	0,371	0,286	0,259	0,366
RESET	0,539	0,326		0,531	0,371	
r2_a	0,175	0,0877	0,226	0,118	0,0868	0,219
df_m	31	31	32	31	31	32
df_r	135	138	138	136	138	138

Fuente: Elaboración propia basado en los resultados del modelo.

^a La variable dependiente es el ln_PREM (logaritmo del premio pagado sobre el patrimonio neto). Los valores reportados abajo de los coeficientes son los p-values y los asteriscos muestran la significancia del coeficiente a 1%(***) , 5% (**) y 10%(*). El test reportado es p-valor del teste RESET de Ramsey (H0: modelo no tiene variables omitidas). Además se reporta también el valor del R2, el R2 ajustado, así como los grados de libertad del modelo (df_m) y del residuo (df_r). Variables de control omitidas del cuadro: dummies de país, sector y año. En los modelos (1) y (4) se excluyeron las variables que tenían un dfbeta mayor que 0.5 para CorpGov. En el modelo (1) se excluyeron las observaciones 33, 144 y 202. En el modelo (4) se excluyeron las observaciones 33 y 202.

Cuadro A.16
Determinantes del Premio pagado: Rule of Law – Especificación 2^a

Variables	(1) HR OLS	(2) HR OLS	(3) M-EST	(4) HR OLS	(5) HR OLS	(6) M-EST
CorpGov	0,0944 (0,559)	0,320* (0,0939)	-2,51e-05 (1,000)	-0,0580 (0,865)	0,399 (0,306)	-0,315 (0,230)
RuleLaw	1,279 (0,434)	2,176 (0,190)	-1,376 (0,200)			
CGRL	0,0730 (0,631)	-0,0437 (0,786)	0,187 (0,102)			
RuleLaw3				0,0177 (0,682)	0,0531 (0,234)	-0,0414 (0,161)
CGRL3				0,00334 (0,543)	-0,000812 (0,889)	0,00590 (0,153)
InTA1	-0,241** (0,0205)	-0,247** (0,0183)	-0,118** (0,0225)	-0,241** (0,0207)	-0,248** (0,0187)	-0,120** (0,0210)
MROA	0,00239 (0,908)	-0,000371 (0,985)	0,0220*** (0,00682)	0,00256 (0,902)	-0,000458 (0,982)	0,0220*** (0,00712)
LevR1	0,0155*** (0,00939)	0,0176*** (0,00312)	0,00998** (0,0150)	0,0160*** (0,00637)	0,0180*** (0,00213)	0,0101** (0,0142)
AMROA	0,00131 (0,743)	0,00174 (0,644)	0,00219 (0,651)	0,00239 (0,556)	0,00298 (0,440)	0,00200 (0,681)
ALevR1	-0,00233 (0,696)	-0,00321 (0,602)	0,00509 (0,280)	-0,00257 (0,672)	-0,00349 (0,572)	0,00515 (0,277)
ADR	-0,0153 (0,960)	0,0811 (0,795)	0,0851 (0,692)	-0,0203 (0,947)	0,0777 (0,803)	0,0869 (0,686)
Misma industria	-0,216 (0,437)	-0,168 (0,546)	0,328* (0,0891)	-0,235 (0,410)	-0,189 (0,507)	0,332* (0,0856)
Constante	3,448* (0,0784)	3,426* (0,0552)	-0,686 (0,420)	2,005 (0,248)	0,310 (0,871)	1,514 (0,187)
Observaciones	122	124	124	122	124	124
R-cuadrada	0,412	0,393	0,487	0,408	0,392	0,485
RESET	0,00197	9,00e-05		0,00386	0,000211	
r2_a	0,192	0,171	0,299	0,186	0,169	0,297
df_m	32	32	33	32	32	33
df_r	88	90	90	88	90	90

Fuente: Elaboración propia basado en resultados del modelo.

^a La variable dependiente es el ln_PREM (logaritmo del premio pagado sobre el patrimonio neto). Los valores reportados abajo de los coeficientes son los p-valores y los asteriscos muestran la significancia del coeficiente a 1% (***) , 5% (**) y 10% (*). El test reportado es p-valor del teste RESET de Ramsey (H0: modelo no tiene variables omitidas). Además se reporta también el valor del R2, el R2 ajustado, así como los grados de libertad del modelo (df_m) y del residuo (df_r). Variables de control omitidas del cuadro: dummies de país, sector y año. En los modelos (1) y (4) se excluyeron las variables que tenían un dfbeta mayor que 0.5 para CorpGov. En el modelo (1) y (4) se excluyeron las observaciones 33 y 195.

En la primera especificación, el impacto de gobierno corporativo en el premio pagado no parece ser significativo. Eso se repite cuando se agrega las variables de la empresa compradora. Para el segundo modelo del cuadro A.16 el impacto es positivo, pero cuando se excluyen dos o tres observaciones más influyentes, el impacto desaparece. Por eso, el hecho de que el país tenga un mayor *enforcement* no parece influir mucho en el premio pagado.

Cuadro A.17
Determinantes del Premio pagado: Rule of Law – Especificación 3^a

Variables	(1) HR OLS	(2) HR OLS	(3) M-EST	(4) HR OLS	(5) HR OLS	(6) M-EST
CorpGov	0,0207 (0,882)	-0,114 (0,594)	-0,0281 (0,677)	0,182 (0,480)	-0,0984 (0,821)	-0,0414 (0,762)
RuleLaw	0,765 (0,505)	-1,651 (0,480)	0,135 (0,827)			
CGRL	-0,110 (0,267)	-0,0263 (0,866)	0,00196 (0,972)			
RuleLaw3				0,0130 (0,685)	-0,0543 (0,386)	0,00137 (0,932)
CGRL3				-0,00373 (0,266)	-0,00186 (0,700)	0,000130 (0,947)
lnTA1	-0,0715 (0,242)	-0,0608 (0,366)	-0,0874*** (0,00255)	-0,0723 (0,235)	-0,0596 (0,373)	-0,0879*** (0,00181)
MROA	0,00467 (0,737)	0,0226 (0,226)	-0,00518 (0,310)	0,00515 (0,717)	0,0229 (0,207)	-0,00520 (0,294)
LevR1	-0,00525 (0,417)	-0,00422 (0,532)	0,00310 (0,172)	-0,00490 (0,436)	-0,00403 (0,538)	0,00326 (0,138)
ADR	0,0106 (0,956)	-0,0154 (0,940)	0,132 (0,260)	-0,00553 (0,978)	-0,0513 (0,804)	0,133 (0,245)
Misma industria	-0,129 (0,514)	-0,190 (0,352)	-0,00639 (0,947)	-0,140 (0,494)	-0,212 (0,303)	-0,00801 (0,932)
Constante	1,589** (0,0497)	-0,500 (0,762)	1,248*** (0,00832)	0,660 (0,618)	2,311 (0,290)	1,124* (0,0742)
Observaciones	144	146	146	144	146	146
R-cuadrado	0,222	0,245	0,465	0,222	0,258	0,488
RESET	5,40e-05	2,16e-08		0,000106	9,51e-08	
r2_a	-0,00257	0,0312	0,313	-0,00197	0,0477	0,344
df_m	30	30	32	30	30	32
df_r	111	113	113	111	113	113

Fuente: Elaboración propia basado en los resultados del modelo.

^a La variable dependiente es el lnPREMIUM4 (logaritmo del premio pagado sobre el valor de mercado). Los valores reportados abajo de los coeficientes son los p-valores y los asteriscos muestran la significancia del coeficiente a 1%(***) , 5%(**) y 10%(*). El test reportado es p-valor del test RESET de Ramsey (H0: modelo no tiene variables omitidas). Además se reporta el valor del R2, el R2 ajustado, así como los grados de libertad del modelo (df_m) y del residuo (df_r). Variables de control omitidas del cuadro: dummies de país, sector y año. En los modelos (1) y (4) se excluyeron las variables que tenían un dfbeta mayor que 0.5 para CorpGov. En el modelo (1) y (4) se excluyeron las observaciones 33 y 202.

Cuadro A.18
Determinantes del Premio pagado: Rule of Law – Especificación 4^a

Variables	(1) HR OLS	(2) HR OLS	(3) M-EST	(4) HR OLS	(5) HR OLS	(6) M-EST
CorpGov	-0,326 (0,728)	-0,334 (0,250)	-0,0596 (0,636)	0,755 (0,376)	-0,0374 (0,936)	1,514** (0,0307)
RuleLaw	3,074 (0,616)	-1,848 (0,435)	-0,192 (0,839)			
CGRL	-0,734 (0,587)	-0,160 (0,283)	-0,264* (0,0510)			
RuleLaw3				0,0802 (0,441)	-0,0431 (0,487)	0,126 (0,162)
CGRL3				-0,0182 (0,408)	-0,00763 (0,153)	-0,0362* (0,0554)
InTA1	-0,0529 (0,366)	-0,0784 (0,171)	-0,150*** (0,00439)	-0,0466 (0,362)	-0,0813 (0,150)	-0,119*** (0,00655)
MROA	0,00555 (0,583)	0,0354 (0,100)	-0,00713 (0,412)	0,0132 (0,216)	0,0348* (0,0881)	-0,00983 (0,209)
LevR1	0,00371 (0,382)	0,00512 (0,319)	0,00714* (0,0701)	0,00147 (0,727)	0,00498 (0,326)	0,00479 (0,137)
MTB1	0,000110 (0,570)	-1,38e-05 (0,951)	0,000134 (0,338)	4,23e-05 (0,822)	1,38e-06 (0,995)	3,38e-05 (0,771)
AMROA	-0,00485 (0,679)	0,0118 (0,571)	0,000882 (0,929)	0,0117 (0,266)	0,0112 (0,593)	-0,00515 (0,536)
ALevR1	0,00277 (0,472)	-0,00163 (0,788)	0,00139 (0,761)	0,00142 (0,742)	-0,00109 (0,857)	0,000773 (0,837)
ADR	-0,184 (0,413)	-0,0364 (0,892)	-0,0142 (0,936)	-0,0619 (0,776)	-0,0578 (0,821)	-0,121 (0,409)
Misma industria	-0,0304 (0,900)	-0,305 (0,278)	0,0146 (0,941)	-0,0950 (0,673)	-0,261 (0,293)	0,0707 (0,667)
Constante	2,349 (0,553)	-0,708 (0,649)	0,947 (0,224)	-2,346 (0,544)	1,806 (0,423)	-3,325 (0,291)
Observaciones	95	99	98	95	99	97
R-cuadrado	0,277	0,338	0,501	0,269	0,357	0,697
RESET	0,0285	1,64e-09		0,907	4,76e-09	
r2_a	-0,133	-0,0144	0,244	-0,145	0,0160	0,531
df_m	33	32	33	32	32	34
df_r	60	64	64	60	64	62

Fuente: Elaboración propia basado en los resultados del modelo

^a La variable dependiente es el InPREMIUM4 (logaritmo del premio pagado sobre el valor de mercado). Los valores reportados abajo de los coeficientes son los p-values y los asteriscps muestran la significancia del coeficiente a 1%(***) , 5% (**) y 10%(*). El test reportado es p-valor del teste RESET de Ramsey (H0: modelo no tiene variables omitidas). Además se reporta el valor del R2, el R2 ajustado, así como los grados de libertad del modelo (df_m) y del residuo (df_r). Variables de control omitidas del cuadro: dummies de país, sector y año. En los modelos (1) y (4) se excluyeron las variables que tenían un dfbeta mayor que 0.5 para CorpGov. En el modelo (1) se excluyeron las observaciones 33, 132, 153 y 195. En el modelo (4) se excluyeron las observaciones 30, 33, 153 y 182.

Las especificaciones que usan el valor de mercado para el cálculo del premio tampoco mostraron robustez para concluir algo sobre la relación. Además para estos modelos, la limitación del número de observaciones dificulta la inferencia.

El intento de desglosar el impacto de la legislación de gobierno corporativo en el premio pagado es mostrado en el cuadro A.19. Aquí el indicador es separado por la categoría de medidas contra conflictos de Principal-Agente (CGPA), conflictos Principal-Principal (CGPP) y medidas de transparencia de información (CGTR). Las categorías del indicador fueron normalizadas para que su valor quede entre 0 y 100. El cuadro 4M muestra un bajo poder explicativo de los modelos en general y una baja eficiencia. Se puede notar que los coeficientes de las categorías analizadas son todos insignificantes. Esto puede ser resultado de una alta correlación entre las categorías ya que muchas veces cuando el valor de una categoría cambia, también pueden cambiar las otras categorías en el caso de que

los cambios provengan de la misma ley. El problema de multicolinealidad se va agravando cuando se reduce el número de observaciones como se puede notar en el valor del VIF. Para intentar delimitar el problema, se verificó un posible impacto de cada categoría estimada separadamente. El análisis no se muestra por no presentar resultados significativos.

Cuadro A.19
Determinantes del Premio pagado: Categorías GC^a

Variables	(1) HR OLS	(2) HR OLS	(3) HR OLS	(4) HR OLS
CGPP1	0,0186 (0,276)	0,00745 (0,722)	0,00221 (0,850)	0,00840 (0,594)
CGPA1	-0,0164 (0,589)	-0,00734 (0,765)	-0,0270 (0,490)	0,00632 (0,829)
CGTR1	0,0257 (0,464)	0,0238 (0,501)	0,0329 (0,451)	-0,0154 (0,670)
lnTA1	-0,147* (0,0902)	-0,139** (0,0289)	-0,0180 (0,714)	-0,0440 (0,459)
RS1		-0,00243* (0,0720)		-0,000776 (0,503)
MROA	0,0224 (0,180)	0,0380*** (0,000183)	0,00552 (0,652)	-0,000636 (0,948)
LevR1	0,00774 (0,288)	0,0200*** (0,000389)	-0,00474 (0,403)	0,00216 (0,529)
AMROA		0,00895* (0,0882)		-0,00331 (0,786)
ALevR1		0,00389 (0,362)		0,00166 (0,675)
ADR	0,128 (0,613)	0,0589 (0,812)	-0,0962 (0,607)	-0,100 (0,655)
Misma industria	-0,403** (0,0480)	-0,0402 (0,858)	-0,0785 (0,676)	0,0746 (0,721)
MTB1			2,62e-05 (0,865)	0,000145 (0,483)
Constante	-0,193 (0,897)	-0,870 (0,540)	-0,459 (0,800)	1,269 (0,401)
Observaciones	181	130	134	105
R-cuadrado	0,252	0,457	0,240	0,280
VIF	5,52	6,74	8,47	10,37
RESET	0,371	0,971	0,0113	0,264
r2_a	0,0836	0,254	-0,0205	-0,102
df_m	32	34	32	34
df_r	147	94	99	68

Fuente: Elaboración propia basado en los resultados del modelo

^a La variable dependiente es el ln_PREM (logaritmo del premio pagado sobre el patrimonio neto) para los dos primeros modelos y lnPREMIUM4 (logaritmo del premio pagado sobre el valor de mercado) para los demás. Los valores reportados abajo de los coeficientes son los p-values y los asteriscos muestran la significancia del coeficiente a 1% (***) , 5% (**) y 10% (*). Los tests reportados son respectivamente, un indicador de multicolinealidad, VIF - Variance Inflation Factor (regla de oro VIF <10), el p-valor del test RESET de Ramsey (H0: modelo no tiene variables omitidas). Además se reporta el valor del R2, el R2 ajustado, así como los grados de libertad del modelo (df_m) y del residuo (df_r). Variables de control omitidas del cuadro: dummies de país, sector y año. Se excluyeron las variables que tenían un dfbeta mayor que 0.5 para cualquier de las 3 primeras variables independientes. No se excluyeron variables en el modelo (1); se excluyeron del modelo las observaciones 33, 105 y 217 (2); las observaciones 33, 182 y 202 (3) y las observaciones 33 y 182 (4).



NACIONES UNIDAS

Serie**CEPAL****Desarrollo Productivo****Números publicados**

Un listado completo así como los archivos pdf están disponibles en

www.cepal.org/publicaciones

209. Gobiernos corporativos e inversión extranjera directa en América Latina: las fusiones y adquisiciones transfronterizas, Marcelo Dolabella, Georgina Núñez y Carolina Águila Jaramillo (LC/TS.2017/41), 2017.
208. Chinese Investments in Latin America. Opportunities for growth and diversification, Miguel Pérez Ludeña (LC/TS.2017/18), 2017.
207. Pobreza, desigualdad y estructura productiva en ciudades: evidencia desde Chile usando datos de panel, Felipe Correa (LC/L.4271), 2016.
206. Pobreza y desigualdades rurales: perspectivas de género, juventud y mercado de trabajo, Sinduja Srinivasan y Adrián Rodríguez (LC/L.4206), 2016.
205. Premature deindustrialization in Latin America, Mario Castillo y Antonio Martins (LC/L.4183), 2016.
204. Transformaciones rurales y agricultura familiar en América Latina: una mirada a través de las encuestas de hogares, Adrián Rodríguez (LC/L.4168), 2016.
203. Encadenamientos productivos desde la minería de Chile, Felipe Correa Mautz (LC/L.4160), 2016.
202. Adiós al viento de cola: se abre un nuevo ciclo de ajuste estructural, Jorge Katz (LC/L.4157), 2016.
201. Productivity, social expenditure and income distribution in Latin America, Mario Cimoli, Antonio Martins Neto, Gabriel Porcile and Fernando Sossdorf (LC/L.4105), 2015.
200. Bioeconomía: nuevas oportunidades para la agricultura (LC/L.4032), 2015.
199. Compendio de prácticas estadísticas sobre las tecnologías de la información y las comunicaciones en América Latina y el Caribe, (LC/L.3957), 2015.
198. What kind of microfoundations? Notes on the evolutionary approach, Mario Cimoli, Gabriel Porcile (LC/3955), 2015.
197. Cambio estructural y crecimiento, Mario Cimoli, João Basilio Pereima Neto y Gabriel Porcile (LC/L.3956), 2015.
196. Foreign direct investment and welfare, Olaf J. de Groot (LC/L.3800), 2014.
195. Chinese foreign direct investment in Latin America and the Caribbean, Taotao Chen and Miguel Pérez Ludeña (LC/L.3785), 2014.
194. Tecnología, heterogeneidad y crecimiento: una caja de herramientas estructuralistas, Mario Cimoli, Gabriel Porcile (LC/L.3736), 2013.

DESARROLLO PRODUCTIVO



COMISIÓN ECONÓMICA PARA AMÉRICA LATINA Y EL CARIBE
ECONOMIC COMMISSION FOR LATIN AMERICA AND THE CARIBBEAN
www.cepal.org