

# ACTIVISMO LEGAL COMO FACTOR DE CAMBIO EN EL GOBIERNO CORPORATIVO\*

*Heriberto García Núñez\*\**

*Klender Aimer Cortez Alejandro\*\*\**

*Martha del Pilar Rodríguez García\*\*\*\**

---

\* Este artículo es producto de un programa de investigación y apoyo económico a los profesores autores por parte de la Texas A&M International University, Texas, Estados Unidos, y la Facultad de Contaduría Pública y Administración (FACPYA) de la Universidad Autónoma de Nuevo León, Monterrey, México, entre 2008 y 2009. El artículo se recibió el 02-09-2009 y se aprobó el 16-06-2009.

\*\* PhD en Administración, Escuela de Graduados en Administración y Dirección de Empresas (EGADE) del Instituto Tecnológico y de Estudios Superiores de Monterrey (ITESM), Monterrey, México, 2006; Magíster en Sistemas de Información, ITESM, 1997; MBA, EGADE del ITESM, 1995; Contador público, ITESM, 1992. Profesor asistente de Finanzas de la Sánchez School of Business, Texas A&M International University, Texas, Estados Unidos. Correo electrónico: hgarcianunez@tamiu.edu.

\*\*\* Doctor en Administración, Universidad de Barcelona, Barcelona, España, 2005; MBA, Universidad Autónoma de Nuevo León (UANL), Monterrey, México, 2000; Economista, Instituto Tecnológico y de Estudios Superiores de Monterrey (ITESM), Monterrey, México, 1996. Investigador y catedrático de la Facultad de Contaduría Pública y Administración, UANL. Correo electrónico: klender@yahoo.com.

\*\*\*\* Doctora en Administración y Dirección de Empresas, Universidad de Barcelona, Barcelona, España, 2005; MBA, Universidad Autónoma de Nuevo León (UANL), Monterrey, México, 2000; Economista, Instituto Tecnológico y de Estudios Superiores de Monterrey (ITESM), Monterrey, México, 1996. Investigadora y catedrática de la Facultad de Contaduría Pública y Administración, UANL. Correo electrónico: marthadelpilar2000@yahoo.com.

## Activismo legal como factor de cambio en el gobierno corporativo

### RESUMEN

Durante las últimas dos décadas, los inversionistas institucionales han sufrido daños en sus inversiones, derivados de fraudes corporativos, falta de transparencia en la información presentada a los inversionistas, mala gestión de los negocios y procesos de toma de decisiones deficientes. Debido a sus pérdidas patrimoniales, los fondos han cambiado recientemente la manera de gestionar sus portafolios. Una respuesta a dicha problemática es el "activismo legal", que requiere adentrarse en una firma objetivo. Debido a esto, la firma objetivo adopta nuevos procesos de toma de decisiones que conllevan cambios en la gestión de los negocios para mejorar su desempeño económico. El artículo fundamenta el tema del gobierno corporativo, analiza el activismo y su impacto en el gobierno corporativo y en el desempeño de la empresa, teniendo como referente el caso mexicano.

### Palabras clave:

activismo, gobierno corporativo, fondos institucionales de inversión.

---

## Legal Activism as a Factor in Change of Corporate Government

### ABSTRACT

In the last 20 years, institutional investors have suffered damage to their investments derived from corporate fraud, lack of transparency in the information given to investors, poor business management and defective decision-making processes. As a result of these losses, investment funds have recently changed the way in which they manage their portfolios. One response to the problem is activism, which requires getting into the inner workings of a target firm. As a result, the target firm adopts new decision-making processes which bring about change in business management to improve economic performance. This article basis itself on the theme of corporate government, and analyses activism and its impact on corporate government, and on business performance, taking the case of Mexico as its reference point.

### Keywords:

Activism, corporate government, institutional investment funds.

---

## Ativismo legal como fator de câmbio no governo corporativo

### RESUMO

Durante as últimas duas décadas, os investidores institucionais têm sofrido danos nos seus investimentos, derivados de fraudes corporativas, falta de transparência na informação apresentada aos investidores, má gestão dos negócios e processos de tomada de decisões deficientes: Devido às suas perdas patrimoniais, os fundos têm trocado recentemente a maneira de fazer gestão dos seus portfólios. Uma resposta para está problemática é o ativismo, que requer entrar numa firma objetivo. Assim, a firma objetivo adota novos processos de tomada de decisões que levam a câmbios na gestão dos negócios para melhorar seu desempenho econômico. O artigo fundamenta o tema do governo corporativo, analisa o ativismo e seu impacto no governo corporativo e no desempenho da empresa, tendo como referente o caso mexicano.

### Palavras chave:

ativismo, governo corporativo, fundos institucionais de investimento.

---

## Introducción

El gobierno corporativo es una respuesta a cómo los inversionistas buscan el retorno de sus inversiones mediante un proceso de toma de decisiones. Existe un conflicto conforme a Jensen y Meckling (1976) entre ser administrador y ser accionista (inversionista), debido a que ambos sujetos tienen diferentes características y, por lo tanto, diferentes objetivos. Existe de facto una relación contractual entre ambos, puede ser laboral, contractual o incluso legal, en la cual el administrador buscará mantener e incrementar el patrimonio del accionista.

En dicha relación contractual pueden existir mecanismos oportunistas que pueden afectar el patrimonio de los accionistas. Adicionalmente, los inversionistas buscarán el retorno de sus inversiones en un lapso; mientras tanto, los administradores buscarán mecanismos para mantener sus intereses personales. A lo anterior lo llamamos conflicto entre agente y principal (Jensen, 1986).

Aunque Smith (1776) menciona las deficiencias de perseguir el interés propio comparado con el interés de un tercero, el conflicto de la relación agente-principal fue, en primera instancia, planteado por Coase (1937). La firma ante el mercado de productos y servicios tiene un comportamiento diferente a su comportamiento interno. Es decir, cuando acude al mercado el mecanismo de precios (externo) el medio ambiente moldeará su comportamiento. Sin embargo, internamente dentro de la “caja negra” dicho comportamiento no necesariamente sucede de la misma forma. Existe, sin duda, una influencia importante

por parte del mecanismo de precios; sin embargo, se tiene que añadir el criterio y libre albedrío con que el administrador (ya sea agente o principal) utiliza y aplica los recursos económicos, laborales y tecnológicos encomendados por los inversionistas.

Precisamente esa libertad con que acceden, aplican y administran los recursos de cualquier tipo, encomendados por los accionistas, puede resultar en un potencial daño a ellos, debido fundamentalmente a falta de ética, beneficios no pecuniarios, actos de corrupción, mala administración y proceso de toma de decisiones deficientes. Lo anterior se traduce en una potencial pérdida de patrimonio para los accionistas o inversionistas.

Durante la última década, los fondos institucionales de inversión han modificado drásticamente sus posturas respecto a la manera en que administran sus portafolios. En particular, los cambios parecen concentrarse en un mayor involucramiento en las empresas (que conforman parte de sus portafolios) dentro de sus procesos de toma de decisiones. Dicho activismo sugiere cambios en el gobierno corporativo de una empresa, objetivo mismo que se traducirá en un mejor desempeño económico y, por ende, social (Karpoff, 1999; Starks y Gillan, 2003).

El presente escrito busca explorar las siguientes preguntas: ¿por qué los fondos de inversión se involucran más ahora que en el pasado en las empresas que conforman sus portafolios de inversión? ¿Por qué ese involucramiento está ligado a cambios en las prácticas de gobierno corporativo dentro de la firma objetivo? ¿Por qué los cambios en

las prácticas de gobierno corporativo afectan el desempeño de la firma? ¿Cuál es la tendencia de los fondos de inversión en cuanto a su grado de involucramiento dentro de las organizaciones públicas? Para comprobar lo anterior dividimos el siguiente escrito en seis partes sintetizadas en tres pilares. El primero aborda el tema del gobierno corporativo, el segundo presenta el concepto de activismo y su relación con el gobierno corporativo y, por último, se presenta el efecto del activismo en el desempeño de la empresa.

## 1. Antecedentes

La teoría de la agencia estudia los diferentes mecanismos para solucionar el conflicto entre agente-principal y la forma de tener una organización más eficiente en el tiempo; pero ¿cómo logra la organización ser más eficiente mediante la aplicación de prácticas de gobierno corporativo? En realidad, el fin del gobierno corporativo es poder mediar entre la toma de decisiones y su control para asegurar a los inversionistas que la administración retornará el dinero invertido.

Desde el aspecto de teoría de la agencia, el conflicto entre agente y principal ha persistido y se ha incrementado durante la segunda mitad del siglo pasado (La Porta, López de Silanes, Shleifer y Vishny, 2000). El conflicto se encuentra fundamentado porque tanto el agente como el principal tienen diferentes curvas de indiferencias en sus ingresos y objetivos personales (Jensen y Meckling, 1976), y para los inversionistas o principal el conflicto se traduce en una pérdida de su patrimonio, que puede ser el resultado de la incompetencia del agente o administrador,

actos de corrupción, un proceso inadecuado de toma de decisiones o una falta de transparencia en la información disponible para el inversionista (Maniam, Subramaniam y Johnson, 2006).

La evidencia empírica disponible que sustenta lo anterior se centra en los grandes fraudes financieros de empresas públicas como WorldCom, Enron, Xerox, Sunbeam, Waste Management, Adelphia, Tyco, HealthSouth y Global Crossing, por citar algunos casos clásicos; sin embargo, el tema se ha retomado con más seriedad debido a los escándalos financieros centrados en instituciones financieras, fondos de inversión y algunas empresas públicas estadounidenses, iniciados durante el último trimestre del 2008 y parte del 2009.

¿Por qué suceden dichos daños a los inversionistas? Dos variables han influido en el proceso. Por un lado, el desarrollo de los mercados financieros como mecanismos de apoyo económico para el crecimiento de las organizaciones y, por el otro, la limitada legislación y mecanismos de control alrededor de las organizaciones y de los mercados financieros (La Porta, López de Silanes, Shleifer y Vishny, 1998).

Cuando el conflicto entre agente y principal es minimizado (no se puede eliminar), se puede afirmar que la organización es más eficiente. Al establecer mecanismos de separación entre la toma de decisiones y su control, la organización en conjunto deberá de ser más eficiente; en caso contrario, el mismo mecanismo de mercado donde compite se encargará de alinear a la empresa (Fama, 1980).

Otra forma en que el mecanismo de mercado puede influir en el seguimiento del desempeño de la firma es a través del mercado financiero. Esto es, cuando la organización disminuye la maximización de la riqueza de sus accionistas, los mismos inversionistas establecerán posiciones de venta de las acciones en el mercado financiero y presionarán a la baja los precios y, así mismo, a la administración a tomar decisiones encaminadas a maximizar sus intereses (Fama y Jensen, 1983a).

Conforme a La Porta et al. (2000), las leyes han desempeñado un papel fundamental. Cuando las leyes se encuentran encaminadas a promover mecanismos de precios, protección legal a los inversionistas, mecanismos de transparencia en la información para toma de decisiones, entonces se tienen mercados financieros más complejos y desarrollados.

Se puede concluir que en los países con mercados financieros desarrollados la estructura de propiedad de las organizaciones se encuentra dispersa entre un gran número de inversionistas, que las empresas pueden acceder al capital de una manera más eficiente y que los inversionistas mantendrán posiciones interesantes en dichos mercados. Por ende, dichos países tienen mecanismos legales y estructuras de control enfocadas en la protección de los inversionistas.

Sin embargo, también los inversionistas pueden utilizar mecanismos legales para forzar a la administración —y, por ende, a la organización— a buscar sus intereses, en primera instancia, con el derecho de voto en la re-

unión anual de accionistas, donde se elige el consejo de administración y, por lo tanto, la administración de la firma. Otro mecanismo legal usado es el control de los recursos disponibles, en este caso inversiones y egresos mediante la emisión de deuda financiera con costo (Denis, 2001).

Aunque los resultados finales pueden ser similares, es posible ver al gobierno corporativo desde dos perspectivas, la legal y la de negocio. Para el primer aspecto se tiene que pueden existir leyes, reglas y normas que las organizaciones públicas deben de cumplir como parte de los requerimientos de las instituciones externas interesadas en la administración de la organización.

Lo anterior se traduce en transparencia en la información y gestión de los negocios. Para tal efecto, dentro de esta clasificación se pueden exigir reportes financieros auditados, información cualitativa requerida por los mercados financieros e inversionistas e información sobre respeto a normas ambientales, impositivas o de carácter legal por las instituciones gubernamentales y por otras entidades externas que tengan intereses en la organización.

Desde la perspectiva de negocio se aprecia que los diferentes mecanismos de mercado influyen en el comportamiento y procesos de toma de decisiones para asegurar el buen uso y administración de los recursos. Si la organización no es eficiente, el mecanismo de precios, la competencia, el mercado financiero o el medio ambiente se encargarán de presionar que exista.

El presente escrito analiza el tema del gobierno corporativo bajo la perspectiva legal-normativa. Se tiene evidencia de que existe una relación estrecha entre los mecanismos de aseguramiento de la propiedad a los inversionistas (aspecto legal y regulatorio) (La Porta et al., 2000) y el desarrollo de los mercados financieros (Shleifer y Vishny, 1997), mismo que se traduce en un desarrollo social y económico.

Así, un mecanismo para asegurar la propiedad de los inversionistas es la aplicación (perspectiva legal) de prácticas de gobierno corporativo que vigilen los intereses de los inversionistas. Una manera de estimular los mercados financieros es estableciendo leyes y normas alrededor de los intereses de los inversionistas, de esa forma los flujos de capital podrán moverse de manera más dinámica.

La evidencia empírica alrededor del mundo respecto a la aplicación de leyes y protección de los inversionistas y el nivel de avance económico y social de un país es clara: aquellas economías que tengan una mayor protección y ejecución de las leyes que protegen y hacen valer los intereses de los inversionistas son economías con mayor nivel de ingreso per cápita del mundo. En un estudio realizado por La Porta, López de Silanes, Shleifer y Vishny (1998) se concluye lo anterior.

Una gran cantidad de países se ha concentrado en modificar y cambiar sus leyes, normas y procedimientos legales para mejorar las condiciones que los inversionistas tienen, y parte de dichas condiciones se centran en una regulación y normatividad en el proceso

de informar y transparentar los procesos de toma de decisiones de las empresas públicas.

México no ha sido la excepción, y en el 2000 se aprobó la circular 11-33, emitida por la Comisión Nacional Bancaria y de Valores (CNBV, 2000), que obliga a las compañías públicas a adecuarse al código de mejores prácticas corporativas (Consejo Coordinador Empresarial [CCE], 1999). La intención final era estimular el mercado financiero local y al mismo tiempo establecer mecanismos legales para asegurar los intereses de los inversionistas.

Sin embargo, el mercado financiero mexicano, lejos de crecer, ha decrecido en su tamaño y operación, debido fundamentalmente al ejercicio de las instituciones y a una promoción más agresiva de protección a los inversionistas. Es decir, se han fomentado leyes y reglamentos, pero la evidencia indica todo lo contrario. Kose et al. (2009) señalan que, lejos de la apertura y la promoción del mecanismo de precios o libre mercado, los temas sobre el ejercicio de las instituciones, gobierno corporativo y estabilidad son los factores clave para que una nación pueda tener crecimientos económicos en el largo plazo.

Sin embargo, ahora no preguntamos: ¿qué beneficios existen para los fondos de inversión y las empresas objetivo y la sociedad? ¿Qué efecto han tenido en las empresas objetivo y el gobierno corporativo? ¿Por qué es importante para el contexto social? El objetivo del presente escrito es explorar algunas posibles respuestas en el mismo orden de los cuestionamientos formulados, en las siguientes secciones.

## 2. Gobierno corporativo

No profundizaremos en el concepto de gobierno corporativo, debido a que Ganga y Vera (2008) lo han conceptualizado de manera concluyente. El gobierno corporativo se enfoca en el proceso de decisiones conforme a Fama y Jensen (1983a y 1983b). Existen cuatro pasos: el primero es la iniciación, que es la generación de propuestas para el uso de recursos y la estructuración de los contratos (inversión); el segundo es la ratificación, que es la selección de las decisiones que se van a implementar; el tercero es la implementación, que es la ejecución de las decisiones tomadas, y el último es el monitoreo, que se refiere a la medición del desempeño de los agentes y a la implementación de los incentivos.

Para los pasos primero y tercero los agentes involucrados son llamados hacia la administración de las decisiones; para los pasos dos y cuatro, los agentes son llamados hacia el control de decisiones. El total de componentes es el proceso de toma de decisiones de la organización. Es importante señalar que el ciclo de toma de decisiones puede ser mayor a un año calendario, y es conocido como gobierno corporativo. Para tal efecto las decisiones más importantes de la organización, como el poder, el riesgo y el rendimiento, usualmente tienen relaciones contractuales que sugieren un comportamiento “predecible”, especialmente entre la administración y los inversionistas. Cuando el proceso de toma de decisiones no cumple con la relación contractual, existe un daño económico al agente. La teoría de agencia se encarga de estudiar y

reducir los costos de agencia emanados del conflicto entre agente y principal.

Existen cuatro grandes clasificaciones de soluciones a los problemas de gobierno corporativo. Jensen (1993) establece, en primer lugar, los mecanismos regulatorios y legales alrededor de las empresas públicas; en segundo lugar, los mecanismos de control interno, como el uso de deuda, la compensación y propiedad de ejecutivos y no ejecutivos que son accionistas pequeños; en tercer lugar, los mecanismos externos, esto es, el libre albedrío de los mercados financieros, y, por último, la competencia de los productos o servicios que produce la firma.

## 3. Activismo y cambios en el gobierno corporativo: qué es y por qué existe el activismo

Se define activismo como el acercamiento formal entre el fondo institucional y la empresa objetivo (Wahal, 1996). El fondo institucional recibe y, a su vez, administra los recursos económicos de los pequeños inversionistas; entre tanto, la administración de los recursos recae en la creación de portafolios, y cada portafolio mantiene un perfil determinado requerido por los inversionistas, que, en esencia, refleja una combinación de riesgo y rendimiento. Así, un portafolio puede integrar un número considerable de diferentes acciones de empresas. Cuando una de las empresas del portafolio tiene resultados que pueden deteriorar en forma individual y global el valor del portafolio y, en consecuencia, los intereses económicos de los inversionistas (fondos institucionales o pequeños inver-

sionistas), la empresa es llamada empresa objetivo (Black, 1997).

La evidencia empírica indica que en los últimos años ha habido un mayor número de fraudes y escándalos corporativos. Existen casos ya mencionados en el presente escrito que respaldan cómo estos pueden perjudicar a los inversionistas institucionales. Por lo tanto, a raíz de las pérdidas sustanciales en el patrimonio de los inversionistas institucionales, algunos de ellos han optado por realizar un acercamiento y seguimiento de cada una de las empresas que conforman sus portafolios.

Dicho acercamiento se incrementa cuando alguna de las empresas tiene o ha sufrido deterioro económico por mala gestión o por inadecuados procesos de toma de decisiones. La evidencia indica que solamente en Estados Unidos durante el 2005 los fondos institucionales sufrieron una pérdida patrimonial por dicho concepto de 600 mil millones de dólares (mdd). La cifra no parece cambiar, porque en 2002 fue de 400 mil mdd y a mediados de los años noventa la cifra en promedio fue de 400 mil mdd por año. Las cifras anteriores están conforme a la Association of Certified Fraud Examiners.

Así mismo, durante el 2002 se aprobó en Estados Unidos la Ley Sarbanes-Oxley y, al parecer, lejos de mejorar la cifra, realmente se ha incrementado; esto sin mencionar todos los costos asociados con mejorar la transparencia de la información necesaria para poder cumplir con dicha reglamentación.

Cuando un inversionista institucional percibe un potencial deterioro en su patrimonio, activa una serie de acercamientos específicos, usualmente escritos, y requerimientos de reportes hacia la empresa objetivo para poder entender de una mejor manera su comportamiento económico actual y futuro. Dichos acercamientos permiten a los inversionistas institucionales poder concluir y planear sus posiciones de inversión (compra o venta de acciones) respecto a la empresa objetivo. Sin embargo, la mayoría de los inversionistas institucionales prefieren empezar un proceso de mejora en las prácticas y procesos de toma de decisiones de la empresa objetivo, dado que su perspectiva es de largo plazo.

Cuando la empresa objetivo ha sido requerida por algún fondo institucional, usualmente este tendrá derechos de voto, derechos sobre los miembros del consejo de administración y algunos otros derechos que la misma ley les otorga y que, en cierta medida, permite proteger en el largo plazo sus intereses.

Existen cuatro procesos globales alrededor del activismo: (1) regulación entre los fondos de inversión y las compañías objetivo (Romano, 2000; Denis, 2001); (2) procesos legales hacia administraciones que dañan el patrimonio de los accionistas (Carleton, Nelson y Weisbach, 1998); (3) cambios en los consejos de administración (Starks y Gillan, 2000), y (4) relación entre el fondo institucional y la empresa objetivo (Karpoff, 1999; Starks y Gillan, 2003). Además, según Karpoff, Malatesta y Walkling (1996), la evidencia empírica ha mostrado tres grandes posturas:

un activismo de bloqueo, un activismo no efectivo y un activismo de monitoreo.

El activismo de bloqueo se refiere a aquellos procesos que refutan o detienen la toma de decisiones del futuro de la empresa. En cuanto al activismo no efectivo, nos referimos a aquel que sucede cuando contractualmente se han incumplido ciertas cláusulas y es no efectivo porque puede pasar tiempo y al mismo tiempo deterioro económico de la empresa objetivo. Por último, el activismo de monitoreo implica el acercamiento formal entre uno o varios fondos de inversión y la empresa objetivo, con la intención de involucrarse en mayor medida en la toma de decisiones.

El proceso típico del activismo de monitoreo generalmente presenta los siguientes pasos respecto al acercamiento entre el fondo y la empresa objetivo: (1) la selección de la firma, que puede diferir de fondo a fondo; (2) la comunicación, que puede suceder de manera formal —conforme a la regla de la Securities and Exchange Commission (SEC)— o informal, es decir, carta comunicativa; (3) la forma legal y de regulación, que sugiere una agenda en la próxima junta anual de accionistas, y (4) las resoluciones particulares y monitoreo entre el fondo institucional y la empresa objetivo. Los siguientes párrafos profundizan cada una de las ideas.

La selección de la firma sucede cuando los fondos institucionales han experimentado deterioro o daño al valor de sus intereses. Al respecto, cada fondo establece un límite de exposición que, en caso de rebasarlo, los obliga a involucrarse en la firma y obtener información adicional de la empresa

seleccionada. En cuanto a comunicación y aspectos legales, el acercamiento sucede al comunicarse con la firma y puede ser desde dos grandes temáticas: mediante el llenado de formas en los mercados de valores, que alteran la próxima agenda anual de accionistas y por lo tanto directamente aspectos de gobierno, o mediante una comunicación informal, pero que tendrá en algún momento trascendencia legal.

Ambos procesos tienen en concepto el mismo fundamento, pero con el tiempo arrojan resultados diferentes dado que es una exigencia unilateral de cambio en el gobierno y es un proceso de negociación. Lo anterior sucede en gran parte dependiendo del deterioro que hayan sufrido los fondos y los inversionistas (Karpoff, 1999).

Las resoluciones particulares corresponden a la lista de mejoras emanadas de las juntas del consejo de administración, donde específicamente se diseñan acciones correctivas o de cambio interno. Dentro de la empresa dicha lista de actividades es monitoreada ante la junta de gobierno, cada cierto tiempo.

#### **4. Cambios en el gobierno corporativo**

Dentro del proceso de activismo, los fondos pueden tener diferentes derechos en la junta anual de accionistas. Los más importantes son el derecho de voto para cambios en los miembros del consejo o en la administración, los derechos de decisión que afecten los intereses de los accionistas minoritarios, los derechos de decisión para emitir deuda o capital adicional y los derechos de decisión

sobre procesos de quiebra, reorganización y reestructuración.

Los fondos institucionales pueden definirse como aquellas instituciones que obtienen recursos para invertir. Estos incluyen fondos de pensiones, sociedades de inversión, fondos fiduciarios, compañías de seguros y administradores de inversiones. Según Stapledon (1996), los recursos que se les entregan a estos fondos tienen en conjunto tres grandes características: son usualmente de largo plazo, tienen un comportamiento fiduciario (cuidar de intereses de terceros) y sus integrantes son generalmente inversionistas pequeños con influencia insignificante en el portafolio y con limitada participación en la toma de decisiones de inversión.

Durante las últimas dos décadas se ha incrementado el número de daños económicos hacia los inversionistas. Lo anterior, por la falta de aspectos legales alrededor de los intereses de los inversionistas, así como deficiencias en las leyes y en su aplicación (La Porta et al., 1998); además, por mercados financieros en expansión, productos financieros más especializados y mercados globales (La Porta et al., 2000).

Especialmente durante la década de los ochenta, existieron masivas compras y adquisiciones hostiles de compañías en el mercado de valores, lo cual afectó de manera drástica las posiciones de los fondos de inversión. La razón de lo anterior fue fundamentalmente por cuestiones económicas (Black, 1990, 1992 y 1993) y políticas (Roe, 1993a y 1993b). Lo anterior obligó a muchos fondos de inversión a tomar posiciones activas

en las empresas que formaban parte de sus portafolios, que se encuentran relacionadas con los procesos de toma de decisiones, es decir, con el gobierno corporativo.

Los fondos de inversión han optado por el activismo, debido a: (1) el nivel de intereses que tienen en las compañías objetivo, su propio portafolio y el mercado de valores, como mencionan Admati, Pfleiderer y Zechner (1994); (2) las inversiones que tienen, que son de largo plazo (Starks y Gillan, 2000), y (3) sus posiciones de largo plazo y a su actuar como fiduciarios, por ello han optado por limitar los problemas de agencia (La Porta et al., 1998).

Sin embargo, hasta antes de iniciar el proceso de activismo, el fondo de inversión conserva la libertad de: (1) vender sus acciones, (2) mantenerlas y hacer valer su voto y (3) mantener las acciones y no hacer nada (Shleifer y Vishny, 1986). La evidencia indica que en las dos últimas décadas la segunda opción ha sido la más utilizada.

Los cambios en el gobierno corporativo se han señalado como el principal motivo de acercamiento. Los fondos requieren transformaciones en los procesos de toma de decisiones, y una de las mecánicas es alterar la junta anual de accionistas para proponer cambios específicos en los mecanismos de gobierno y de toma de decisiones. Dentro de estos cambios de gobierno existen ocho grandes clasificaciones: (1) cambio del *chief executive officer* (CEO); (2) cambio en el control propuesto o exitoso; (3) cambio del control actual; (4) compensación del CEO; (5) arreglos entre el fondo y la empresa objetivo; (6)

reestructura o *poison pill*<sup>1</sup>; (7) diversidad en el consejo, voto confidencial o restricciones hacia el cheque en blanco o acciones preferentes, y (8) opción de salir fuera de la ley de antiadquisición del estado de Pensilvania (Karpoff, 1999; Romano, 2000).

Al final, los diferentes mecanismos abstraídos de Karpoff et al. (1996) y Romano (2000) sugieren mejorar la posición de riesgo de los inversionistas realizando cambios en la base o fundamentos de la toma de decisiones, que son el consejo de administración y la dirección general o ejecutiva. Dentro de las organizaciones, estos cambios sugeridos permiten mantener un seguimiento sobre los resultados y el proceso de toma de decisiones. ¿Por qué los fondos institucionales particularmente se han concentrado en dichos cambios internos de las organizaciones?

Los fondos institucionales parecen tener paciencia en el tiempo y en los mecanismos de cómo cambiaría su inversión en el tiempo. Modificaciones en los procesos de toma de decisiones darán resultados en el largo plazo, no en el corto; así mismo, cambios con estas características asegurarán mejores tomas de decisiones y mejor control de la firma en el largo plazo, por ende, un potencial mejor rendimiento en el largo plazo.

Existe un cambio de gobierno cuando se altera o cambia el sistema o el proceso de toma de decisiones. Nelson y Peterson (2004) argumentan que esto sólo puede suceder cuando en la junta anual de accionistas se

proponen cambios directamente al consejo de administración o, en su defecto, a la administración de la organización.

## 5. Desempeño, gobierno corporativo y activismo

Hasta finales de la década de los noventa, la mayoría de las investigaciones de activismo relacionaban los cambios de gobierno corporativo con el desempeño de la firma objetivo; sin embargo, este puede medirse desde la perspectiva de mercado y desde la perspectiva de la empresa. En el caso del mercado, los cambios en el precio de la acción son una medida de desempeño y pueden clasificarse en tres niveles: movimientos positivos en el precio de la acción, desempeño sustancialmente diferente a otras empresas y cambio insignificante.

Las deficiencias encontradas en dichas investigaciones (Romano, 2000) en el modelo de mercado se centran en: (1) movimientos anormales en los precios de las acciones que no se explican por la variable que se va a estudiar, es decir, cambios en el gobierno corporativo; (2) otras variables exógenas que afectan el comportamiento del precio de la acción y que no tienen relación con el gobierno, y (3) los estudios realizados se han enfocado en movimientos anormales del precio de la acción en períodos cortos.

Es complejo establecer una causa-efecto entre los movimientos de la acción y los cambios en los procesos de gobierno corporativo, debido a los tiempos de los eventos, al efecto marginal de la variable de gobierno corporativo, a los movimientos accionarios y,

<sup>1</sup> Se refiere al contrato previo entre la administración y el consejo de administración.

usualmente, a los cambios en los precios de las acciones, que pueden tener otras variables no relacionadas con el gobierno corporativo. Todo lo anterior, al menos, en el corto plazo.

Esto hace complejo el poder tener una relación causa-efecto, pero ¿por qué los inversionistas institucionales persisten en “dimensionar” ambas variables, cambios accionarios positivos y variables corporativas? La razón parece dimensionarse en el tiempo y en la posición particular de los fondos de inversión en cuanto la aceptación de pérdidas temporales de su patrimonio.

Desde la perspectiva de la empresa, se tienen dos clasificaciones, la de rendimiento y la de operación (Karpoff et al., 1996). La primera puede tener utilidad neta u operativa sobre activos fijos o sobre capital. La segunda se puede dividir en crecimientos en ventas, en la utilidad operativa, en el grado de apalancamiento y en la relación valor-libros y valor-mercado. La mayoría de las investigaciones realizadas (Karpoff, 1999; Romano, 2000; Lashgari, 2004) han sido alrededor del activismo y cómo este ha impactado en la firma, sobre todo en el desempeño (bajo diferentes perspectivas).

Se puede asumir que los cambios en el gobierno corporativo son en el sistema de toma de decisiones y en los procesos de control. Algunos cuestionamientos alrededor del activismo han sido si existe alguna relación entre la variable de gobierno corporativo y el desempeño de la firma. Desde la perspectiva de la empresa parece ser más evidente el efecto, y los hallazgos empíricos encontrados así lo demuestran, al menos en el largo plazo.

Se puede afirmar que no existe, conforme a la evidencia, una relación significativa, al menos en el corto plazo; sin embargo, en el largo plazo existen estudios que encuentran una relación más estrecha con el desempeño de la firma, medido desde una perspectiva de la empresa, es decir, operación, utilidad, recursos involucrados, y sobre estudios de períodos más largos. Los estudios al respecto, aunque limitados, sugieren que existe estadísticamente una correlación positiva en el largo plazo entre desempeño y cambios en el gobierno corporativo (Smith, 1996; Forjan, 1999; Anson, White y Ho, 2003).

En la misma línea, y conforme a Hermalin y Weisbach (2001), no existe una relación causa-efecto directa entre el gobierno de una firma y su desempeño, al menos en el corto plazo, porque en medio del proceso hay un número ilimitado de variables que afectan el resultado final. Al parecer, la consecuencia final de un buen gobierno corporativo se traduce en un mejor desempeño de la firma, esto desde una perspectiva de largo plazo. Adicionalmente, y conforme a Lashgari (2004), el activismo no tiene como finalidad mejorar el desempeño de la firma, sino mejorar los mecanismos en que los inversionistas puedan recuperar su inversión mediante cambios en el gobierno de la compañía.

Otra perspectiva reciente de estudio alrededor del activismo se concentra en los procesos legales y normativos alrededor del acercamiento entre los fondos de inversión y la compañía objetivo. Mediante cambios legales y de regulación, el monitoreo puede tener mayor efectividad en los cambios de gobierno sugeridos por las juntas anuales

de accionistas. Según Romano (2000), los cambios en la ley pueden concentrarse alrededor de mecanismos internos de la compañía objetivo y, al mismo tiempo, en procesos de subsidios o mecanismos de incentivos para los fondos institucionales activistas.

Por otro lado, y con un enfoque más general, La Porta et al. (2000) proponen cambios legislativos, donde los mecanismos de gobierno corporativo, la responsabilidad de los consejos de administración y de la misma administración afectan en gran medida los tamaños y movimientos de los mercados financieros y, por ende, la concentración de las inversiones. Esto afecta sobremanera el comportamiento de los fondos de inversión institucionales.

La principal disyuntiva radica en cómo el activismo después de algún tiempo puede realmente impactar los cambios en el gobierno corporativo. Existen tres grandes áreas que se pueden explorar y forman parte de la agenda a futuro: la primera, los procesos legales de acercamiento entre los fondos de inversión institucionales y las compañías objetivo, que pueden mejorarse vía regulación legal, formatos estandarizados de presentación, comunicación abierta a los intereses de otros inversionistas, regulación específica de los acuerdos establecidos y monitoreo.

La segunda, los incentivos hacia los fondos institucionales. El objetivo primario de los fondos institucionales es mejorar el patrimonio de sus inversionistas, teniendo en sus portafolios empresas exitosas, y sin ejercer procesos de monitoreo a empresas con problemas. Sin embargo, las empresas con pro-

blemas afectan los intereses de los fondos, el gobierno, la comunidad en general y a otros inversionistas. Los incentivos y subsidios parciales sobre los costos asociados al monitoreo de las empresas objetivo pueden ser un mecanismo de estímulo. Como parte de la solución alterna a la parte anterior está la creación de un organismo descentralizado que persiga los fines comunes de los fondos de inversión y al mismo tiempo comparta los gastos asociados por el monitoreo.

La tercera, las responsabilidades directas más punitivas sobre el consejo de administración, la administración y los procesos de generación, uso y dispersión de la información de la empresa. Para tal efecto, cambios en la ley, aplicación y monitoreo de cumplimiento desempeñan un papel fundamental.

El activismo es un fenómeno relativamente moderno, y los fondos institucionales lo practican debido a las pocas opciones de inversión sustituibles en momento y en importancia. Así, posiciones de largo plazo de los recursos de inversión pueden otorgar tiempo para mejorar los problemas de las empresas objetivo y evitar pérdidas anormales inmediatas en sus portafolios de inversión.

## Conclusiones

El activismo existe porque los inversionistas pueden tener daños patrimoniales en sus inversiones debido a un mal proceso de toma de decisiones, incapacidad de la administración para afrontar el futuro, actos de corrupción o falta de transparencia en la información que reciben los inversionistas. Su objetivo es que, mediante cambios en el

gobierno corporativo, se mejoren las variables descritas y, en consecuencia, el grado de riesgo de los inversionistas, pues en el largo plazo existe una correlación positiva. En el corto plazo no existe evidencia empírica que respalde una relación causa-efecto.

Los procesos de regulación tienen una influencia fundamental en los procesos de activismo, ya que se pueden concentrar en cómo los inversionistas pueden realizar un acercamiento hacia la empresa objetivo de forma que pueda establecer un antecedente con implicaciones legales. El acercamiento tiene como finalidad realizar cambios, en caso de ser necesarios, en el gobierno corporativo. La ley puede ser estimulante o pasiva en los procesos de acercamiento, debido a las implicaciones legales. Conforme a la evidencia encontrada, cuando un país promueve en sus leyes protección a los inversionistas y claridad en el ejercicio de las leyes hacia los inversionistas, sus economías podrán experimentar mayores crecimientos económicos y productivos.

Las regulaciones alrededor del activismo pueden tener tres dimensiones: el proceso de acercamiento, el proceso hacia cómo la empresa objetivo realiza negociaciones y es monitoreada por el fondo de inversión y las implicaciones de los dos anteriores en los cambios de gobierno. Los mercados financieros más grandes y desarrollados alrededor del mundo contemplan variantes de dichas regulaciones. Los fondos institucionales toman decisiones de inversión con base en la regulación y protección de sus intereses.

En México, una medida para estimular la inversión y los mercados financieros ha sido

cambiar la legislación de las empresas públicas. Conforme a la circular 11-33, emitida por la CNBV (2000), las empresas públicas locales deben respetar el Código de Mejores Prácticas Corporativas (CCE, 1999).

Existen todavía preguntas para la agenda futura: ¿qué efectos han tenido dichos cambios en los fondos institucionales y en el comportamiento del mercado financiero? ¿Existe realmente un beneficio para México? ¿Qué tipo de activismo se ejerce en México amparado de dichas nuevas leyes? ¿Qué tipo de cambios de gobierno promueven los fondos de inversión? ¿Por qué?

Los fondos de inversión institucionales locales han experimentado crecimientos en la última década; sin embargo, la regulación limita la inversión de algunos portafolios (especialmente de retiro, que son los más grandes) en acciones de empresas públicas. Al respecto, el proceso de activismo es informal, limitado y sin implicaciones legales.

De este modo, el activismo existe, pero no hoy regulación alrededor de los procesos de acercamiento y cómo las empresas objetivo pueden y deben realizar cambios en su gobierno corporativo. Esto limita en gran medida la posibilidad de que fondos institucionales extranjeros puedan realizar procesos de inversión de largo plazo en el mercado local hacia empresas mexicanas. Esto particularmente daña la posición del país en el largo plazo, debido a que sin cambios legislativos para mejorar la posición de los inversionistas, no podrá existir un desarrollo económico sustancial.

Así mismo, las limitaciones legales y de inversión de los fondos institucionales locales impiden que los recursos disponibles se canalicen hacia las empresas y que dichos recursos tengan un perfil de largo plazo. Esto se traduce en un mercado financiero más pequeño y apático que afecta a las empresas locales y el potencial económico del país. La anterior situación se da también en prácticamente todo el continente latinoamericano.

Después de los cambios legislativos hechos en dicha materia, en Estados Unidos, en 2002, por la Ley de Sarbanes-Oxley, el resto del mundo ha optado por seguir con dichos cambios y mejorar la posición de los inversionistas; sin embargo, entre países y entre cambios legislativos existen importantes diferencias, dado el tipo de leyes y su ejercicio en cada país. La agenda futura radica en: ¿dichos cambios han mitigado los daños patrimoniales a los inversionistas institucionales? ¿Cómo los inversionistas institucionales han actuado al amparo de dichas nuevas leyes? ¿Cómo se ejerce el activismo? ¿Cómo se ejercen los derechos de los inversionistas sobre las empresas objetivo? ¿Que tipo de cambios de gobierno corporativo sugieren los inversionistas institucionales sobre las empresas objetivo?

El activismo y la regulación alrededor de sus jugadores puede ser un incentivo para que los fondos institucionales extranjeros puedan tener interés en el mercado financiero emergente; al mismo tiempo, las empresas locales pueden resultar beneficiadas con la obtención de recursos de largo plazo, un proceso de mejora en la toma de decisiones y en la administración de los recursos obtenidos.

La agenda futura para el contexto local en América Latina sugiere cambios en la legislación relacionados con: (1) la inversión en acciones de los fondos institucionales, especialmente los recursos de largo plazo; (2) regulación alrededor de los fondos institucionales y las empresas objetivo, especialmente en la comunicación y acercamiento entre ambos, y (3) regulación alrededor de las implicaciones de los acercamientos y los cambios en el gobierno corporativo de la empresa objetivo.

## Lista de referencias

- Admati, A., Pfleiderer, P. and Zechner, J. (1994). Large shareholder activism, risk sharing and financial market equilibrium. *Journal of Political Economy*, 102, 1097-1130.
- Anson, M., White, T. and Ho, H. (2003). The shareholder wealth effects of CalPERS focus list. *Journal of Applied Corporate Finance*, 15, 8-17.
- Bearle, A. and Means, G. C. (1932). *The modern corporation and private property*. New York: Macmillan.
- Black, B. S. (1990). Shareholder passivity reexamined. *Michigan Law Review*, 89, 520-608.
- (1992). Agents watching agents: The promise of institutional investor voice. *UCLA Law Review*, 39, 811-893.
- (1993). Next steps in corporate governance reform: 13(d) rules and control person liability. En K. Lehn and R. Kamphuis (Eds.), *Modernizing US securities regulation economic and legal perspectives* (pp. 225-238). New York: Irvin.

- Black, B. S. (1997). *Shareholder activism and corporate governance in the United States*. New York: Columbia University.
- Carleton, W., Nelson, J. and Weisbach, M. (1998). The influence of institutions on corporate governance through private negotiations: Evidence from TIAA-CREF. *Journal of Finance*, LIII (4), 1335-1362.
- Coase, R. (1937). The nature of the firm. *Economica*, 4, 386-405.
- Comisión Nacional Bancaria y de Valores (2000, 23 de octubre). Circular 11-33. *Diario Oficial de la Federación*. México.
- Committee on the Financial Aspects of Corporate Governance (1992). Cadbury Committee.
- Consejo Coordinador Empresarial (CCE), (1999). *Código de mejores prácticas corporativas*. México: Consejo Coordinador Empresarial.
- Denis, D. (2001). Twenty five years of corporate governance research and counting. *Review of Financial Economics*, 10, 191-212.
- Fama, E. (1980). Agency problems and the theory of the firm, *Journal of Political Economy*, 88, 288-307.
- Fama, E. and Jensen, M. (1983a). Separation of ownership and control. *Journal of Law and Economics*, 26, 301-325.
- (1983b). Agency problems and residual claims. *Journal of Law and Economics*, 26, 327-349.
- Forjan, J. M. (1999). The wealth effects of shareholder sponsored proposals. *Review of Financial Economics*, 8, 61-72.
- Ganga, F. y Vera, J. (2008). El gobierno corporativo: consideraciones y cimientos teóricos. *Cuadernos de Administración*, 21 (35), 93-126.
- Hermalin, B. E. and Weisbach, M. (2001). Board of directors as an endogenously determined institution a survey of the economic literature. *Economic Policy Review*, 1-20.
- Jensen, M. (1986). Agency costs of free cash flow, corporate finance, and takeovers. *American Economic Review*, 76, 323-329.
- (1993). The modern industrial revolution, exit, and the failure of the internal control system. *Journal of Finance*, 48, 831-880.
- Jensen, M. and Meckling, W. (1976). Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs, and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, 3, 305-360.
- Karpoff, J. M. (1999). *The impact of shareholder activism on target companies: A survey of empirical findings*. Washington: University of Washington.
- Karpoff, J. M., Malatesta, P. and Walkling, R. (1996). Corporate governance and shareholder initiatives: Empirical evidence. *Journal of Financial Economics*, 42, 365-395.
- Kose, M., Prasad, E., Rogoff, K. and Wei, S.-J. (2009). Financial globalization a reappraisal. *International Monetary Fund*, 56, 8-62.

- La Porta, R., López de Silanes, F., Shleifer, A. and Vishny, R. (1998). Law and finance. *Journal of Political Economy*, 106, 1113-1155.
- (2000). *Investor protection and corporate governance*. Cambridge: Harvard University.
- Lashgari, M. (2004). Corporate governance theory and practice. *Journal of American Academy of Business*, 5, 46-51.
- Maniam, B., Subramaniam, G. and Johnson, J. (2006). Perspectives of corporate governance in the U. S. and abroad. *Business Review*, 5 (2), 36-42.
- Nelson, J. and Peterson, P. (2004). *Institutional activism: Effectiveness of the CII focus list*. Miami: Florida State University.
- Roe, M. J. (1993a). Some differences in corporate structure in Germany, Japan and the United State. *Yale Law Journal*, 102, 1927-2003.
- (1993b). Takeovers politics. En M. Blair (Eds.), *The deal decade: What takeovers and leveraged buyouts mean for corporate governance* (pp. 321-376). Washington: Brooking Institution.
- Romano, R. (2000). *Less is more: Making shareholder activism a valued mechanism of corporate governance*. New Haven: Yale Law School.
- Shleifer, A. and Vishny, R. (1986). Large shareholders and corporate control. *Journal of Political Economy*, 94, 461-480.
- (1997). Survey of corporate governance. *Journal of Finance*, 2, 737-783.
- Smith, A. (1776). *The wealth of nations*. (Reprint edition 1937). New York.
- Smith, M. (1996). Shareholder activism by institutional investors: Evidence from CalPERS. *Journal of Finance*, 11 (1), 227-252.
- Stapledon, G. P. (1996). *Institutional shareholders and corporate governance*. Oxford: Clarendon Press.
- Starks, L. and Gillan, S. (2000). Corporate governance proposals and shareholder activism: The role of institutional investors. *Journal of Financial Economics*, 57, 275-305.
- (2003). Corporate governance, corporate ownership and the role of the institutional investors a global perspective. *Journal of applied finance*, 13, 4-22.
- Wahal, S. (1996). Pension fund activism and firm performance. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 31, 1-23.

