

Sinopsis del trabajo premiado en la I Edición del Premio "Jaime Fernández de Araoz sobre Corporate Finance"

EL VALOR DE LA PROTECCIÓN AL INVERSOR: EVIDENCIA BASADA EN FUSIONES INTERNACIONALES

La evidencia empírica sobre los efectos del buen gobierno corporativo es extensa, y a partir de ella podemos concluir que en países en los que el sistema legal protege mejor a los inversores, los mercados financieros son más desarrollados; las empresas invierten más y mejor; y la economía crece por tanto a un mayor ritmo. Sin embargo, dos problemas fundamentales subyacen esta línea de investigación. En primer lugar, los resultados académicos que dicen que en países con mejor gobierno corporativo los sistemas financieros son más eficientes, se basan en comparaciones entre países. Por tanto, es posible que la relación entre desarrollo financiero y buen gobierno esté influida por otras variables no observables, por ejemplo, la cultura emprendedora del país. En segundo lugar, dicha evidencia ha servido de base a muchos países para emprender reformas legales (España entre ellos) con el objetivo de mejorar la protección al inversor. Desafortunadamente, no hay base académica para concluir que la mejora en la protección al inversor en un país determinado repercute en el desarrollo financiero y económico.

La razón es que hay muy pocos episodios que podamos analizar en los que un país emprende una severa reforma legal con nuevos códigos de buen gobierno. Además, incluso aunque haya países que lo han hecho — los países del Este de Europa — los códigos de buen gobierno han ido acompañados de otras reformas legales, con lo cual no podemos saber a ciencia cierta sus verdaderos efectos. Finalmente, han pasado muy pocos años desde que la mayoría de los países emprendieron las reformas, con lo cual no ha habido tiempo de investigar sus efectos.

En este trabajo hacemos uso de un experimento natural para solventar estos problemas. Partimos de la observación de que, en una fusión entre empresas internacional, la ley que se aplica a la empresa adquirida cambia, pasando a ser la ley del país adquiriente. Según el derecho mercantil internacional, la ley que se aplica a la protección de los inversores de una empresa adquirida cambia solamente cuando la adquisición es por el 100% de las acciones, independientemente de si el pago es en efectivo o en acciones. Por tanto, nuestro objetivo es analizar el efecto que el cambio en el sistema legal (en especial el sistema de protección al inversor) tiene en la valoración que los accionistas de la empresa adquiriente y adquirida asignan a la fusión.

Nuestra muestra incluye 506 fusiones internacionales completadas en el período entre enero de 1989 y diciembre de 2001. Estas operaciones se refieren a empresas en 39 países diferentes. En primer lugar caracterizamos los países de origen de las empresas adquirientes y adquiridas con los índices de protección al inversor más comunes en la literatura: estos son los índices de derechos de accionistas y derechos de acreedores

construidos en La Porta, López de Silanes, Shleifer and Vishny (Journal of Political Economy, 1998), así como índices de corrupción y estándares contables del Banco Mundial y Worldscope. Las diferencias entre el índice correspondiente a la empresa adquirente y el correspondiente a la empresa adquirida, nos dan una medida de la mejora (o deterioro) potencial en protección al inversor resultante de la fusión.

En segundo lugar, nuestra medida de valor es la rentabilidad del inversor en los cinco días que rodean al anuncio de la adquisición. Debido a que la rentabilidad bursátil consiguiente al anuncio de una adquisición depende mucho de la liquidez y eficiencia de un mercado en particular, computamos dicha rentabilidad con respecto a una fusión doméstica de similares características. Para ello, seleccionamos para cada una de nuestras fusiones internacionales una fusión doméstica en la que la empresa adquirida tiene la misma nacionalidad que la empresa adquirida en la fusión internacional. Asimismo seleccionamos la fusión doméstica para que las características de las empresas fusionadas sean lo más parecidas posibles. Después calculamos la diferencia entre el efecto del anuncio de la fusión internacional, y el efecto del anuncio de la fusión doméstica, controlando en ambos casos por la rentabilidad del mercado nacional. Dicha medida de valor es por tanto independiente de características específicas del país en el que suceden las fusiones.

El ejercicio consiste entonces en hacer regresiones en las que la variable dependiente es nuestra medida de valor, y las variables independientes son características de las empresas fusionadas, características de los países origen de ambas empresas, y características de la fusión en sí (como la actitud del adquirente, y el método de pago). Asimismo, introducimos como variable independiente las diferencias en protección al inversor en los dos países.

Nuestro resultado más importante es que un incremento de una desviación típica en la diferencia en protección al accionista entre el adquirente y el adquirido, resulta en una rentabilidad para el inversor que es 0.22 desviaciones típicas mayor. Quiere esto decir que cuando una empresa en un país con muy baja protección al inversor es adquirida por una empresa proveniente de un país con una protección muy alta, los accionistas de la empresa adquirida realizan rentabilidades mayores que si el adquirente proviene de un país con niveles similares de protección. En la segunda parte del trabajo tratamos de explicar por qué sucede esto. Primero demostramos que la rentabilidad del inversor está positivamente relacionada con una mayor prima de adquisición. Es decir, que los adquirentes que vienen de países con mejor gobierno corporativo, pagan primas mayores. A continuación contrastamos empíricamente varias explicaciones para este resultado.

En primer lugar postulamos que, en países con mayor protección al inversor, los mercados financieros están más desarrollados y por tanto la concentración de la propiedad es menor. Si esto es así, los gestores se comportan al modo descrito por Jensen y Mecklin (Journal of Financial Economics, 1976), y toman decisiones que perjudican a los inversores (costes de agencia). Nuestros resultados no son consistentes con dicha explicación, pues no existe relación empírica entre la concentración de la propiedad en la empresa adquirente, y la prima pagada en la fusión.

También rechazamos la hipótesis de que en países con mejor protección al inversor hay más competencia en el mercado de control. Demostramos que los adquirentes en

estos países pagan de hecho primas mayores en las fusiones domésticas que en las internacionales, es decir que no existe dicha competencia por empresas extranjeras.

Nuestra evidencia es sin embargo consistente con dos teorías formuladas en la literatura. En países con escasa protección del inversor, las empresas están controladas por accionistas mayoritarios. Estos accionistas valoran la propiedad de la empresa porque extraen beneficios colaterales derivados del control. Ante la posibilidad de ser adquiridos por una empresa extranjera, los accionistas mayoritarios requieren primas de control mayores que les compensen por la pérdida de dichos beneficios colaterales. Nuestros resultados son consistentes con dicha explicación, puesto que hay una relación directa entre la prima de adquisición y el porcentaje de acciones controlado por accionistas mayoritarios, en la empresa adquirida.

Por último, nuestros resultados se explican por una mayor valoración de la empresa adquirida cuando la protección al inversor que proporciona la ley es mayor. Esta idea es el resultado principal del modelo en La Porta, López de Silanes, Shleifer, and Vishny (Journal of Financial Economics, 2000). La idea de este artículo es que los inversores asignan un mayor valor a una empresa en la que los accionistas están mejor protegidos contra la expropiación por parte de los accionistas mayoritarios o los gestores. Por tanto, requieren una mayor prima de adquisición.

En conclusión, nuestro trabajo presenta evidencia clara de que una mejora en la protección al inversor tiene efectos reales para el accionista. Asimismo, proporciona un vehículo a través del cual las fusiones internacionales crean valor: incrementando la protección al inversor en la empresa adquirida. Nuestros resultados no se circunscriben a un país en concreto. Lo que es más importante: nuestro artículo muestra que cuando la protección al inversor se deteriora (por ejemplo, porque el adquirente proviene de un país en el que no se protege al accionista), los accionistas de la empresa adquirida no sufren una rentabilidad negativa. La razón es que la empresa adquirida contrata con la adquirente para que esto no sea posible, y existen muchos ejemplos en los últimos años de este tipo de comportamiento. Por tanto, las fusiones internacionales sirven para adoptar mejores, nunca peores, sistemas de protección al inversor.