

Inversión ASG. Desgranando la G: Gobierno Corporativo

AUTHORS

Gema Esteban Garrido

Senior Fellow del Centro de Gobierno Corporativo de Esade & Global ESG Head en IG4 Capital

Mario Lara

Director del Centro de Gobierno Corporativo de Esade y Director de Esade Madrid.

October 2023

El gobierno corporativo es quizá uno de los temas más esenciales e importantes para un inversor que quiere generar rendimientos, además de implantar un buen modelo de gestión en las compañías de su portafolio. El conjunto de procesos y estructuras a través de los que la gestión de la compañía es supervisada se ha sofisticado cada vez más a medida que la misma es cada vez más compleja y su accionariado más disperso.

Figure 1. Buen Gobierno Corporativo



El gobierno corporativo tiene sus raíces siempre en el sistema legal del país, aunque hay Códigos de Gobierno que se consideran los más avanzados como el de UK o el de Japón y que se toman con referencia en muchas jurisdicciones. Pero en el fondo todo buen sistema de gestión radica en la calidad de las personas (en este caso los miembros del consejo de administración) y los procesos soportados en una cultura corporativa que por un lado prime buenos

resultados de negocio sin una excesiva exposición a riesgos y por otro promueve y se apoye en una conducta apropiada a todos los niveles de la organización. El buen gobierno está directamente relacionado con buenos resultados y prosperidad de largo plazo en beneficio de todos los grupos de interés de la compañía y por supuesto los accionistas.

Los inversores juzgarán el buen gobierno basado en la calidad de sus políticas y procesos y en la diligencia y cuidado con que el Consejo supervisa su implementación.

Al final del día los inversores deben asegurar que los mecanismos de toma de decisiones y asunción de responsabilidades van a proteger sus inversiones a largo o corto plazo. Una gobernanza robusta está asociada a una mejor gestión de riesgos que una que no lo es, y por lo tanto promueve mejor la sostenibilidad a medio y largo plazo de las compañías.

Antes de entrar en su desarrollo conviene recordar que el buen gobierno corporativo, aunque se rija por principios que podemos considerar universales también es cierto que no puede obviar el hecho de la necesidad de no caer en su sobregeneralización (David Larcker & Bryan Tayan, 2019).

Los inversores y asesores de voto utilizan en numerosas ocasiones la expresión “case by case” para trasladar la necesidad de flexibilizar o la posibilidad de que las compañías puedan excepcionar los estándares que ellos promueven y personalizar su modelo de gobernanza sin que por ello podamos considerarlo de menor calidad.

Los principios básicos del buen gobierno podemos articularlos en tres. Las famosas dos “A” en inglés, “*Accountability*” y “*alignment*” o la rendición de cuentas y el alineamiento, a los que tenemos que añadir la transparencia, clave en todos los modelos de buen gobierno. La primera tiene que ver con la responsabilidad en la toma de decisiones y la asunción de las consecuencias de estas, así como su efectividad. La segunda tiene que ver con la consonancia entre los intereses e intenciones de los accionistas o dueños de la compañía y el equipo gestor de la misma. La remuneración del CEO de la compañía es uno de los elementos clave para que este alineamiento y rendición de cuentas ocurra. La transparencia finalmente implica la posibilidad de que el mercado pueda conocer el marco normativo interno de la compañía, que rige su vida societaria y la toma de decisiones clave (estatutos, reglamentos, políticas...) y facilita la equidad en el acceso a la información relevante de la gestión de los diferentes tipos de accionistas para adoptar las mejores decisiones respecto a su inversión.

El buen gobierno corporativo y el rendimiento ESG

El buen gobierno (la G del ESG) influye en el desempeño ESG que vemos con más intensidad incide en las decisiones de inversión y el comportamiento del mercado. En el estudio del Centro de Gobierno Corporativo, *E&S friendly boards* (esade, 2022) identificamos qué prácticas de buen gobierno de los Consejos de Administración, ligadas a su funcionamiento eficaz, así como, qué conocimientos o *expertise* de los consejeros influyen en las políticas y el mejor desempeño en materia E&S (medio ambiental y social). Analizamos los Consejos de casi 5.000 empresas ubicadas en 50 países diferentes. Los

resultados exhiben una correlación positiva entre algunas prácticas, como la diversidad en la composición (género, edad, experiencias), la independencia o no tener consejos estructurados o “classified” y el buen desempeño E&S. La misma correlación la encontramos en consejos con fuerte expertise internacional en sus consejeros o que en su estructura disponen de una comisión de sostenibilidad.

El pilar del Governance en la ecuación del ESG

Cuando nos aproximamos al desarrollo de los contenidos del pilar Governance del ESG hay cierto consenso en considerar dos grandes bloques de conceptos: los que tienen que ver con los criterios de buen gobierno y los que tienen que ver con la ética y el comportamiento corporativo.

Figure 2. Código de Buen Gobierno español



El marco de un buen gobierno corporativo suele estar recogido en los llamados códigos de buen gobierno que son desarrollados por los países para delimitar y aconsejar con qué buenas prácticas se deben gestionar los Consejos y órganos de administración de las compañías más allá de las normas imperativas que existen en cada jurisdicción (en España La Ley de Sociedades de Capital); y cuyo cumplimiento, del que es informado el mercado de forma transparente permite adoptar decisiones de inversión o desinversión. El primer código de buen gobierno surgió en UK en 1992 y es conocido como Código Cadbury. Surgió, como muchas de las leyes y reformas relacionadas con la gobernanza, a raíz de escándalo de Caparo¹ y Polly Peck². Hoy en día casi todos los países en el mundo tienen un código de buen gobierno que en muchos casos siguen el modelo del inglés con adaptaciones locales. Hay honrosas

excepciones como la de USA que no tiene un código de país porque las leyes de sociedades de capital son de cada uno de los estados y no nacionales, lo que dificultaría tener un código a nivel nacional.

Principales ámbitos a tener en cuenta en el buen gobierno corporativo:

1. La composición del Consejo y el propósito

Es fundamental que el consejo de administración esté formado por los perfiles adecuados al negocio de la compañía y que tenga una cultura adecuada a la toma de decisiones efectiva. La diversidad, no solamente de género, raza o nacionalidad sino de habilidades y experiencias, está demostrado que mejora la toma de decisiones. Así mismo la formación del consejo y la independencia de algunos de sus miembros refuerzan su efectividad.

2. La división de responsabilidades

La separación de funciones entre el presidente de la compañía y el Consejero Delegado es un asunto polémico y también culturalmente distinto según el país del mundo del que hablemos aunque vamos observando como en jurisdicciones como los Estados Unidos, Francia o España con más tradición en la combinación del cargo de presidente del consejo y el de primer ejecutivo, caminan en la dirección de la separación. De hecho en España, por primera vez en el conjunto de las compañías cotizadas, según datos de los IAGC de CNMV de 2022, hay más presidentes no ejecutivos que ejecutivos.

3. Sucesión y Evaluación.

La planificación de la sucesión del Consejo, sus comités consultivos y la alta dirección es fundamental para garantizar la continuidad en el liderazgo de la compañía y en definitiva la sostenibilidad del proyecto empresarial. El Consejo a través del comité de Nombramientos o directamente, debe revisar los candidatos para poder asumir en diferentes horizontes temporales los cargos ejecutivos más relevantes, especialmente los consejeros ejecutivos y los miembros del comité de dirección de la compañía.

4. Reporting, Auditoría, riesgos y control interno

El comité de auditoría tiene la responsabilidad de revisar los reportes financieros y no financieros de la entidad como un órgano independiente para la supervisión del CEO y del equipo gestor. El auditor, cuya independencia está cada vez más sometida a escrutinio y exigentes normas de independencia y calidad profesional, asimismo tiene un papel clave para dar esa visión externa y objetiva de las cuentas y los informes de gestión, incluyendo la información no financiera. El aseguramiento que nos facilitan los auditores, genera confianza y da seguridad a los diferentes operadores de los mercados para sustentar sus decisiones de inversión o desinversión sobre datos e informaciones rigurosas, comparables y por lo tanto confiables.

5. Remuneración

La remuneración de los altos ejecutivos es una de las herramientas más efectivas para alinear los intereses entre los accionistas y los gestores. La manera en la que la estructura de la remuneración (salario fijo, beneficios, bono anual e incentivos de largo plazo) está alineada con los principales objetivos financieros y no financieros de la compañía es uno de los objetivos de revisión por parte de inversores. La exigencia de elevados niveles de transparencia (Informe Anual de Remuneraciones), participación de los accionistas (cada tres años en JGA) en la aprobación de las políticas de remuneración y un mayor escrutinio de inversores y accionistas en su aplicación (voto consultivo en la JGA o "say on pay") son hoy estándares plenamente integrados en nuestro modelo de gobernanza. Su articulación en base a objetivos y métricas que lo variabilicen y lo alineen con la estrategia. Hoy el debate se centra en la vinculación parcial de la remuneración variable de los consejeros ejecutivos a elementos de capital y cobro diferido; la introducción de elementos que mejor protejan a las compañías y sus accionistas ante posibles abusos (limitando cláusulas indemnizatorias y pactos de no competencia) o que los variables puedan liquidarse en base a informaciones que a posteriori se comprueben erróneas, ha impulsado

¹ Escándalo por fraude en los estados financieros en un proceso de fusiones y adquisiciones en 1984 en UK.

² Escándalo por enriquecimiento ilícito del CEO de Polly Peck en 1990. Disponible en el siguiente [link](#).

la exigencia y generalización de cláusulas de reembolso (“clawback”) o cláusulas “bonus malus” (reducción o eliminación del cobro en determinadas circunstancias extraordinarias).

El buen gobierno corporativo y el rendimiento ESG

Figure 3. Pepsico, código ético



El otro gran eje de la G se centra en las normas éticas y de cumplimiento normativo que afectan a cada compañía y que marcan lo que conocemos como comportamiento corporativo. Es decir, el conjunto de valores, normas y principios que rigen y se reflejan en la cultura de la empresa. Esto se conoce en nuestros días como cumplimiento o “Compliance” en su término inglés y tiene una larga tradición en empresas de cultura anglosajona, cuyo germen tuvo lugar en Estados Unidos en los años 70 y 80, cuando, después de algunos escándalos de corrupción y financieros que afectaron a algunas grandes empresas, se dictó la “Foreign Corrupt Practices Act” en el año 1977, en el cual se incluyeron requerimientos y prohibiciones en materia de sobornos, libros y registros. En España, la Ley Orgánica 5/2010, de 22 de junio, de reforma del Código Penal, suprimió de nuestro ordenamiento jurídico la presunción de que las personas jurídicas no podían cometer delitos lo cual desencadenó la implementación de prácticas de cumplimiento en las empresas.

Figure 4. Reported losses from large company corruption scandals (examples in order of quantum of estimated losses)

Company	Estimated Losses (US\$)	Date	Scandal	Impact
WorldCom	107 billion	2002	Accounting fraud	→ the biggest bankruptcy in US corporate history → 20,00 workers lost their jobs
Volkswagen	87 billion	2015	11 million cars worldwide fitted with a so-called “defeat device” that ran the car below normal power and performance when an emission test was occurring.	→ impact of corruption scandal still unfolding → significant damage to Volkswagen brand and the wider automotive sector
Enron	74 billion	2001	Accounting fraud	→ largest corporate bankruptcy in US history until WorldCom's → 5,000 workers lost both their jobs and the majority of their pensions which were invested in Enron stock.
Petrobras	21 billion	2015	Alleged diversion of billions of dollars	→ impact of this corruption scandal is still unfolding. → significant damage to Petrobras's brand and to Brazil's image as a destination for investment. → service providers have downgraded the companies' credit rating

Esta práctica abarca un amplio número de ámbitos que se podrían resumir en:

1. **Principios éticos**, normalmente las compañías comienzan por definir un código ético donde recogen las normas de comportamiento no solamente para los órganos de dirección sino para todos los empleados e incluso cadena de suministro.
2. **Prácticas anticompetitivas, anticorrupción, fraude, blanqueo de capitales**. Es importante tener definido un buen proceso de debida diligencia con políticas y estructuras robustas para identificar, prevenir y mitigar estas cuestiones. Dependiendo de la industria algunas de estas cuestiones son críticas como por ejemplo los sectores de construcción e infraestructura.
3. **Transparencia fiscal**. Una práctica fiscal sostenible engloba la publicación de la política fiscal, la cantidad de contribución fiscal y el lugar de la contribución. En 2019 GRI lanza el estándar 207 para reportar acerca de la gobernanza fiscal, en control, la gestión de riesgos fiscales, así como la contribución fiscal país por país (CbCR) que incluye la publicación de los beneficios por país, número de empleados e impuestos por cada país. En España es obligatorio según la Ley de Información no-financiera 11/2018 y también hay propuestas similares en USA y la UE al respecto.
4. **Privacidad de datos y Seguridad informática**. Desde el 2015 los episodios reportados sobre protección de datos se han incrementado un 920% en las conferencias trimestrales de resultados de las compañías cotizadas. Las consecuencias para las compañías son onerosas además de reputacionales. Por ejemplo, Marriott se enfrentó a una multa de 125 millones de dólares por un filtrado de datos de clientes y más de 100 juicios adicionales. Es importante hacer un buen reporte sobre las políticas, riesgos y transparencia acerca de la responsabilidad en el tratamiento de los datos de carácter personal incluso más allá de la GDPR. Identificar el número de brechas de datos, la contabilización de las pérdidas y la gestión de los riesgos.

No es el objetivo de este artículo desarrollar en el detalle cada uno de los elementos que reconocemos integran el Pilar G del ESG sino generar la reflexión y el debate sobre la importancia de no olvidarnos que sin un buen gobierno probablemente las mejores prácticas en materia medio ambiental y social que hemos desgranado en esta serie de artículos, tendrían un recorrido muy limitado desde el punto de vista inversor porque no podríamos tener la confianza y la seguridad en su solidez y veracidad, en cuanto representen la realidad contrastable, financiera o no financiera de una compañía.

El buen gobierno, la G del ESG, considerado en su conjunto, es la clave para generar confianza en la inversión, en el mercado, en el conjunto de los grupos de interés en los que impacta una compañía. Como explica Juan Carlos Delriu Alcaraz en su artículo del pasado 11 de octubre de 2022 “ El orden de los criterios ESG sí altera el producto” (Cinco Días, 11 de octubre de 2022) y no podemos estar más de acuerdo, “conceder una mayor importancia a la gobernanza, a la gestión, a la responsabilidad y el compromiso, a la ética empresarial, a la consistencia de acciones, a la estrategia y a la cultura de una compañía es, en muchas ocasiones, más importante que cumplimentar un conjunto de indicadores o colorear el grado de transformación de una actividad económica.”