

# Gobierno Corporativo y Valuación: Beneficios Privados del Control

"Si todo parece estar bajo control, es que no te mueves lo suficientemente rápido."

Mario Andretti



RESUMEN EJECUTIVO

No.18 -2008

**boletín técnico.**

El propósito de este artículo es comentar de manera general sobre los resultados de diversos estudios enfocados en encontrar vínculos entre las prácticas de Gobierno Corporativo de empresas públicas y su valor de mercado. Dada la conclusión de que las mencionadas prácticas sí inciden en incrementar el valor de las empresas, adicionalmente se explora de manera específica sobre el valor de los beneficios privados del control que se generan en empresas con poca protección a los accionistas minoritarios.

**COMITÉ TÉCNICO NACIONAL DE FINANZAS  
CORPORATIVAS**

Por **Adriana M. Berrocal González**

## CONSEJO DIRECTIVO NACIONAL 2008

### Presidente

Lic. Federico Casas Alastriste Urquiza

### Presidente del Consejo Técnico

C .P. José Coballasi Hernández

### Vicepresidente de Contenidos

C .P. José Antonio Quesada Palacios

## Secretario CDN y Director General IMEF

IQ MBA Juan Carlos Erdozain Rivera

## COMITÉ TÉCNICO NACIONAL DE FINANZAS CORPORATIVAS

### Presidente

Ing. Alfredo Giorgana de la Concha

### Integrantes

Lic. Isaiás Javier Hernández López

Dr. Alejandro Violante Morlock

Act. José María Alcántara Jiménez

C.P. Horacio Magaña Sesma

C.P. José Luis Espíndola Espinosa

C.P. Lourdes Corrales Castro

C.P. Nelly Molina Peralta

C.P. Pedro Hernández Guerrero

C.P.C. y L.A.E. Alfonso José Stransky

Paniagua

Ing. Alfredo Giorgana de la Concha

Ing. José Domingo Figueroa

C.P. Víctor Leonel Esquivel Romero

Ing. Adriana Berrocal González

Ing. Roberto Cuarón Ibargüengoytia

Lic. Gerardo Lozano Dubernard

Lic. Fernando Pruneda Velasco

C.P. Jorge Schaar Sarabia

C.P. Manuel Zumaya

MBA Rubén Cruz López

MBA Claudia Viviana Guevara Vázquez

Dr. Oswaldo Morales Matamoros

C.P. Giovanni Rivero Rodríguez

C.P. Javier González de la Torre

Dr. Luis Haime Levy

C.P. Humberto Ochoa Montalván

C.P. Luis López López

C.P. John Milner Finbarr

Ing. Emilio Illanes Díaz Rivera

M en F Guillermo Domínguez Skinfield

C.P. Omar Antonio Minera Sanders

Georgina Nava Uribe

Coordinadora del Comité Técnico  
Nacional de Finanzas Corporativas

## Antecedentes

En una empresa, la estructura de Gobierno Corporativo evidencia las reglas y procedimientos para la toma de decisiones en los asuntos corporativos, y proporciona la estructura a través de la cual se fijan los objetivos. En resumen, el Gobierno Corporativo es el mecanismo por el cual los individuos son motivados a alinear sus conductas con el bien final de la empresa.

En tiempos recientes se ha visto un tremendo crecimiento en el interés sobre el Gobierno Corporativo, lo que ha generado una búsqueda por los elementos clave en un sistema efectivo de gobierno. Adicionalmente se ha presentado la inquietud de los estudiosos en encontrar evidencia a fin de confirmar o no la existencia de vínculos entre las prácticas de Gobierno Corporativo de la empresa con su valor de mercado.

Basado en los resultados generados por diversos estudios en el tema y sobre la línea de que el Gobierno Corporativo es uno de los medios para que los inversionistas resguarden el rendimiento de su inversión, surge una pregunta adicional: ¿cómo se genera y cómo se mide esa proporción del valor de una compañía que no se distribuye entre todos los accionistas en forma equitativa? Hablamos de esa proporción del valor que es capturada por los accionistas que controlan y, en algunos casos, administran la empresa: los beneficios privados del control.

Podríamos definir estos beneficios como la proporción del valor de una compañía que no se acumula para todos los accionistas en una base "por acción", sino que es capturada por los accionistas que controlan y algunas veces administran la empresa.

Este concepto refleja la realidad de que el control efectivo en una corporación confiere la oportunidad no sólo de mejorar el desempeño e incrementar el valor, sino también de desviar riqueza de los accionistas y de otros grupos a favor de la coalición controladora.

A continuación repasaremos el marco teórico de los diversos estudios revisados, realizados con el propósito de encontrar un vínculo entre las prácticas de Gobierno Corporativo y el valor de mercado de las empresas públicas; analizaremos cómo se generan los beneficios privados del control, y haremos un intento de medir dichos beneficios.

### Marco Teórico

Partamos de la definición general de Gobierno Corporativo como el conjunto de procesos, costumbres, políticas, leyes e instituciones que afectan la manera en que una corporación es dirigida, administrada o controlada, y adicionemos las relaciones entre los diversos jugadores involucrados (stakeholders) y las metas para las cuales la corporación es gobernada.

Aunque ha sido sabido que, en general, el buen Gobierno Corporativo genera buena voluntad y confianza en el inversionista, cada tipo de inversionista observa o aprecia beneficios diferentes. Algunos de ellos aprecian el potencial de mayores rendimientos y crecimiento a largo plazo en función de un mejor desempeño mientras otros perciben una disminución de riesgos en la operación de la empresa.

La mayoría de los diversos estudios que se citan más adelante y que han buscado una relación entre las prácticas de Gobierno Corporativo de una empresa con su valor de mercado, se inició con la construcción de un índice y asignando calificaciones a diversos componentes que contribuyen a lo que se definió, en primera instancia, como un buen Gobierno Corporativo. Esta definición y la consecuente elaboración del índice para cada estudio se basaron en encuestas sobre comportamientos o prácticas específicas de Gobierno Corporativo seleccionadas por el inves-

tigador de las sugeridas por algún organismo o institución (Institutional Shareholder Services, Investor Responsibility Research Center, Bolsas de Valores locales, etc.). Las calificaciones asignadas sirvieron entonces como base para la realización de un análisis econométrico de los efectos de las prácticas seleccionadas en la valuación de mercado de las empresas, en función de la información publicada en los informes anuales o encuestas respecto a dichas prácticas; para posteriormente identificar qué factores inciden en la relación entre la calificación respecto al índice y la valuación de la empresa. Cada estudio generó sus propios índices y calificaciones.

Adicionalmente también se han realizado múltiples estudios teóricos sobre los beneficios privados del control, algunos incluso datan de 1932 ("The modern corporation and private property" por Berle y Means). La manera tradicional de medir estos beneficios ha sido a través de las diferencias en los tamaños de los premios pagados por acciones con derecho a voto y por acciones sin el mismo. Otra manera ha sido a través de las diferencias entre los precios pagados por acciones negociadas en transferencias privadas para la adquisición de bloques controladores y los precios observados en el mercado una vez que los inversionistas han absorbido el hecho de que habrá un nuevo accionista controlador.

Dichos premios por control derivan valor adicional sólo si los accionistas mayoritarios esperan recibir ciertos beneficios no disponibles para los minoritarios. Y por tanto estos premios pueden verse como una indicación de una inadecuada protección a los accionistas minoritarios y un sistema de Gobierno Corporativo débil.

## Gobierno Corporativo y Valuación - Evidencia internacional en empresas públicas

**Alemania** (Corporate Governance and Firm Performance: Evidence from Germany - W. Drobetz, A. Schillhofer y H. Zimmermann, 2004). El estudio de Drobetz, Schillhofer y Zimmermann soporta una fuerte y positiva relación entre la calidad del Gobierno Corporativo de la empresa y la valuación de la misma, con un efecto significativo desde un punto de vista económico.

Lo sobresaliente del caso alemán es que documenta una estrategia de inversión que compró empresas con buenas prácticas de Gobierno Corporativo y vendió empresas con bajos índices de Gobierno Corporativo logrando rendimientos extraordinarios de alrededor de 12% anual durante el periodo de muestreo, no atribuibles a otras causas (como diferencias en tamaño o estilos de inversión).

**Colombia** (Corporate Valuation and Governance: Evidence from Colombia - Luis H. Gutiérrez y Carlos Pombo, Banco Interamericano de Desarrollo 2005). El estudio realizado con empresas colombianas confirma que, en promedio, las empresas se han mostrado renuentes o han sido muy lentas para implementar mejores prácticas de Gobierno Corporativo. Una explicación puede ser que sólo grandes compañías han hecho uso de bonos u otro tipo de valores para financiar sus necesidades de capital, e incluso para dichas empresas el monto recolectado por este tipo de financiamiento es poco significativo. No se encontró evidencia de que las empresas con mejores estándares de Gobierno Corporativo disfruten de un mejor desempeño, independientemente de los recientes esfuerzos por parte de las autoridades y entes regulatorios para promover mejores prácticas de Gobierno Corporativo.

**Corea** (Does Corporate Governance Predict Firms' Market Values? Evidence from Korea - Bernard S. Black, Hasung Jang y Woochan Kim, 2005). El análisis de Black, Jang y Kim encontró una correlación significativa entre la calificación de la empresa con respecto al índice de Gobierno Corporativo y el valor de mercado de la empresa. Se observó un incremento de hasta 160% en el valor de la acción de la peor a la mejor calificación según el índice. Asimismo los resultados evidencian que las empresas coreanas con más del 50% de directores externos son valuadas más alto, independientemente de que el requerimiento sea impuesto por ley o adoptado voluntariamente.

**China** (Corporate Governance and Market Valuation in China - Chong-En Bai, Qiao Liu, Joe Lu, Frank M. Song, y Junxi Zhang, 2003; The Relationship Between Valuation and Ownership of Listed Firms in China - Martin Hovey, Larry Li y Tony Naughton, 2003). Los estudios revisados concluyen que los inversionistas están dispuestos a pagar un premio significativo por empresas con buenas prácticas de Gobierno Corporativo. Los premios observados para estas empresas se ubican casi hasta 70% por encima de sus pares con mínimas prácticas de Gobierno Corporativo. Lo anterior contradice la visión general de que el mercado accionario chino está conformado por inversionistas especulativos que no evalúan a las empresas en sus parámetros fundamentales ni en su estructura de gobierno.

**Estados Unidos** (Corporate Governance and Equity Prices - Paul A. Gompers, Joy L. Ishii, y Andrew Metrick, 2003; Corporate Governance and Firm Valuation - Lawrence D. Brown y Marcus L. Caylor, Georgia State University, 2005). Como era de esperarse, se confirma que son tanto factores internos como externos los que ligan al buen Gobierno Corporativo con el valor de la

empresa. Dentro de las conclusiones principales se destaca que las empresas con lo que los investigadores definieron como "menores derechos de los accionistas" (por ejemplo, derecho de voto inequitativo, requerimiento de "supermayoría" superiores a las de ley para la toma de ciertas decisiones, etc.) tienen menores valuaciones y menores rendimientos.

Como en el caso alemán, una estrategia de inversión de compra de empresas con mejor Gobierno Corporativo y venta de empresas con peor Gobierno Corporativo podría haber obtenido rendimientos anuales superiores en 8.5%. Adicionalmente se evidencia que las empresas más democráticas también disfrutaban de mayores valuaciones, mayores utilidades, mayor crecimiento en ventas y menores inversiones en bienes de capital.

**Rusia** (Does Corporate Governance Matter? A Crude Test Using Russian Data - Bernard Black, 2005). Este caso, dentro de lo limitado de la muestra, mostró enormes diferencias de valor atribuibles al Gobierno Corporativo y se encontró que la variación en el nivel de las prácticas de Gobierno Corporativo parece tener un enorme efecto en el valor de mercado de las empresas públicas: una mejoría de una desviación estándar en el índice predice un incremento de 8 veces en el valor de la empresa; y la mejor calificada predice un incremento de 600 veces en el valor de la empresa.

**Suiza** (An Integrated Framework of Corporate Governance and Firm Valuation - Stefan Beiner, Drobetz, Schmid y Zimmermann, 2006). Observando la mediana en el índice de Gobierno Corporativo de las compañías analizadas, una desviación estándar de incremento en dicho índice causa un incremento en la capitalización de mercado de al menos 12% del valor en libros de los activos de la compañía.

Adicionalmente aunque se confirma que la causalidad (la relación que hay entre la causa y el efecto) fluye del Gobierno Corporativo al valor de la empresa, también se encontró evidencia de causalidad inversa con las empresas de mayor valor adoptando mejores prácticas de buen Gobierno Corporativo. Es decir, aunque las mejores prácticas de Gobierno Corporativo parecen incrementar el valor de mercado de la empresa, también es cierto que éstas prácticas son mayormente recurrentes dentro de las empresas mejor valoradas por el mercado.

**Países emergentes** (Corporate Governance, Investor Protection, and Performance in Emerging Markets - Leora F. Klapper and Inessa Love, The World Bank, 2002; Corporate Governance Develops in Emerging Markets - Carlos E. Campos, Roberto E. Newell, and Gregory Wilson, McKinsey on Finance, 2002). En los mercados emergentes, donde se agrupan países con regímenes políticos, económicos, culturales y regulatorios profundamente diferentes, el buen Gobierno Corporativo está positivamente correlacionado con la valuación del mercado y el desempeño operativo.

En conclusión, los estudios en países emergentes encontraron evidencia de que los inversionistas están dispuestos a pagar un premio de hasta 30% por compañías con buen Gobierno Corporativo ya que confían más - y están dispuestos a pagar más - por compañías comprometidas a proteger los derechos de los accionistas, con informes financieros transparentes y frecuentes y con un consejo directivo independiente supervisando a la gerencia. Dentro del grupo de países analizado se confirma que las empresas que cotizan en los mercados de Estados Unidos tienen mayores índices de Gobierno Corporativo.

Sin embargo, cabe hacer notar que los mercados emergentes con mayor información son los que fueron liberalizados más pronto y simultáneamente, elevando su perfil al recibir mayor escrutinio por parte de los inversionistas globales, mejorando su Gobierno Corporativo e incrementando el número de empresas listadas. Sería peligroso extrapolar estos resultados a los mercados que se encuentran en los estadios iniciales de liberalización donde las estructuras legales e institucionales que permiten los asuntos de Gobierno Corporativo no existen, o se hacen cumplir en forma arbitraria.

De manera particular el estudio de McKinsey observa que las compañías mexicanas tienen bajas calificaciones en medidas de Gobierno Corporativo principalmente debido a su rechazo a ceder el control familiar. En contraste, estas mismas empresas suelen tener altas calificaciones en transparencia dado que las principales compañías públicas mexicanas cotizan también en el mercado de los Estados Unidos y hasta los consejos controlados por familias tienen que cumplir con los estándares de la Securities Exchange Commission. Académicos han argumentado que las compañías extranjeras listadas en las bolsas de valores de los Estados Unidos se someten a reglas de gobierno más duras y limitan su habilidad a extraer beneficios privados.

### Valuación y beneficios privados del control

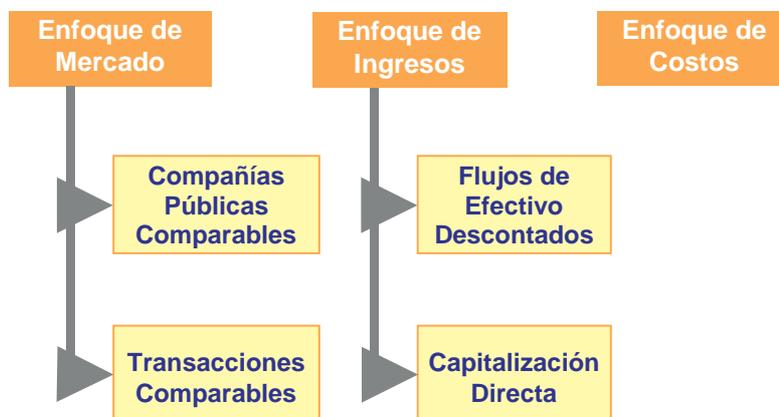
La evidencia ofrecida por los estudios mencionados en mercados emergentes indica que los inversionistas minoritarios en empresas públicas controladas por grandes accionistas en dichos mercados deben estar conscientes de que los gerentes pueden favorecer al gran accionista a sus expensas. Barclay y Holderness en su estudio

"Private Benefits from Control of Public Corporations" sugieren además que los beneficios del control son divisibles y pueden ser compartidos por varios grandes accionistas.

Los beneficios pueden reflejarse a través de transacciones ventajosas con partes relacionadas (del accionista mayoritario), con el acceso a información privilegiada, mediante la influencia para seleccionar a los participantes en el consejo directivo, etcétera. Lo anterior reduce el precio que los accionistas minoritarios estarían dispuestos a pagar por las acciones, disminuyendo el valor de las compañías.

Es importante tener en cuenta que cuando hablamos del valor del control nos referimos a la diferencia entre el valor que genera la actual administración de la empresa y el valor de la empresa en su desempeño óptimo. Lo anterior considerando que el valor de un negocio depende de las decisiones del grupo gerencial respecto a dónde invertir los recursos, cómo financiar dichas inversiones y cuánto efectivo regresar a los dueños del mismo. El valor del control suele incluir, además de los beneficios privados, potenciales eficiencias, beneficios estratégicos o sinergias.

Entrando al terreno de la valuación de negocios encontramos que para estimar el valor de una empresa como negocio en marcha son dos los enfoques privilegiados: el Enfoque de Mercado y el Enfoque de Ingresos. Adicionalmente existe el Enfoque de Costos que se refiere a la actualización de los valores registrados de activos y pasivos de la compañía de su base de registro a costos históricos a sus valores razonables. Este último es más aplicable a la valuación de empresas para su liquidación y cuando ya no cumplen con la definición de "negocio en marcha".



El Enfoque de Mercado estima el nivel sustentable de ingresos futuros para un negocio y aplica un múltiplo apropiado a dichos ingresos, capitalizándolos para obtener el valor del negocio. Las bases de ingresos a las que se aplican los múltiplos comúnmente incluyen Ventas, EBITDA (Earnings Before Interests, Tax, Depreciation and Amortization) y Valor en Libros.

Este enfoque suele tomar dos formas:

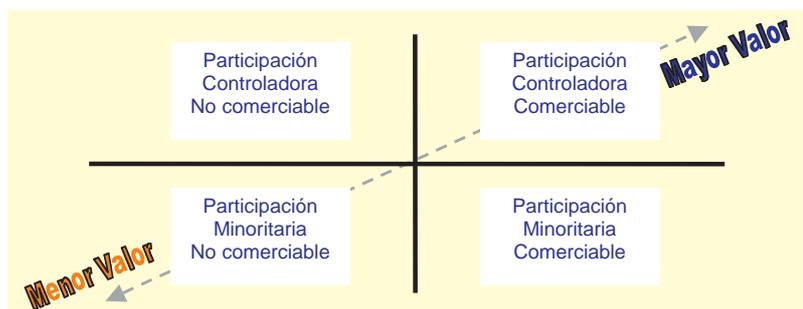
- Análisis de Compañías Públicas Comparables (genera el valor de una participación minoritaria, comerciable)
- Análisis de Transacciones Comparables (en la mayoría de los casos genera el valor de una participación controladora, comerciable)

Los múltiplos derivados de Compañías Públicas Comparables suelen basarse en precios que reflejan el intercambio de pequeños lotes de acciones y que, por tanto, generalmente reflejan un descuento por minoría. Adicionalmente, dado que un inversionista generalmente pagará más por el control de una compañía que se encuentre lista

para su venta, los valores generados de esta manera se ajustan a la baja para compensar su condición de "no comerciable" al valorar una compañía privada.

En la aplicación del análisis de Transacciones Comparables y cuando se valúa el 100% de un negocio se referenciarán los múltiplos encontrados a transacciones recientes de bloques controladores en compañías públicas, donde los premios por control y la amplitud del interés del comprador (posibles sinergias) sean reflejados. Este análisis es viable donde se tiene acceso a la información con respecto al valor de la acción antes y después de la transacción.

La metodología más comúnmente usada en la aplicación del Enfoque de Ingresos son los Flujos de Efectivo Descontados. En ella, los flujos proyectados se descuentan a la fecha de la valuación, generando un valor presente neto para el flujo libre de efectivo estimado del negocio.



En el Enfoque de Ingresos los efectos de los beneficios privados del control suelen manifestarse a través de la proyección de los flujos de efectivo al considerar la posibilidad de ajustar o no la estructura de capital de la empresa, de descontar con una tasa que refleje los riesgos no incluidos en los mencionados flujos y al asumir una tasa de crecimiento a largo plazo en función de los intereses del grupo controlador y de sus planes de inversión. Es un hecho que las prácticas de buen Gobierno Corporativo, al incrementar la confianza de los accionistas en mayores dividendos en el futuro así como mayores flujos libres de efectivo para los accionistas, disminuyen el riesgo en las operaciones continuadas del negocio y por tanto generan valores mayores. Sin embargo es complicado medir los beneficios privados del control en forma directa.

El estudio de Dyck y Zingales "Control Premiums and the Effectiveness of Corporate Governance Systems" (Journal of Applied Corporate Finance 2004), enfocado en medir el valor de los beneficios privados del control, encontró premios en promedio del 14% del valor del capital accionario de la empresa. Las variaciones entre los premios fueron amplios, con 14 países arrojando premios promedio menores a 3% y 10 países con premios mayores a 25% (incluyendo Brasil con un premio promedio de 65%). Los países con los mayores beneficios privados (léase mal gobierno) fueron Argentina, Colombia, México (36.4%), Brasil, Italia, Turquía, entre otros. En general, grandes premios por control representan indicadores de poca protección legal a los accionistas minoritarios y de sistemas de Gobierno Corporativo débiles, que llevan a mayores concentraciones de control corporativo.

Stefano Rossi y Paolo Volpin en su estudio "Cross-Country Determinants of Mergers and

Acquisitions" documentan una correlación positiva entre la protección a los accionistas y el pago de un sobreprecio (takeover premium) que mide las ganancias disponibles para todos los accionistas de la empresa objetivo (target).

Adicionalmente encuentran que los países con mayores premios tienden a tener un mayor porcentaje de transacciones cuyos términos no son revelados. En su conclusión, el estudio apunta que el volumen de la actividad de fusiones y adquisiciones es mucho mayor en países con mejores estándares de contabilidad y mayor protección a los accionistas (en los países con mayor protección a los accionistas un mayor porcentaje de las transacciones son reveladas).

En el contexto de bloques controladores, compañías de países con mejor protección a los inversionistas pueden verse más limitados en su habilidad a extraer beneficios privados y por tanto estar menos dispuestos a ofrecer mayores premios por bloques controladores. Esto eleva la posibilidad de que bloques controladores puedan terminar en las manos de compañías de países con las peores reglas, no las mejores.

### Calculando el premio por control

Mergerstat, la fuente de estadística sobre premios por control más comúnmente usada en la valuación de negocios, define el premio por control como la consideración adicional que un inversionista pagaría sobre el valor de una participación minoritaria comerciable a fin de adquirir un interés controlador en el capital accionario de una compañía.

En su estudio "Mergerstat Control Premium Study" que se publica en forma anual los premios se expresan como un porcentaje del precio de la acción justo antes del "punto de cambio"

medido algunos días antes de que la transacción se haga pública; es decir, compara los precios de adquisición con los precios anteriores al anuncio de la adquisición. El premio por control promedio pagado en adquisiciones en los Estados Unidos durante los últimos 20 años ha variado entre un 20 y 30%.

A través de la información de compañías públicas que realicen transferencias de un bloque controlador podemos ilustrar la estimación de un premio que mida los beneficios privados del control: imagine una empresa pública cuyas acciones se intercambian a \$20 dólares por acción. Un día, fuera del mercado accionario, se vende un bloque con una participación del 30% (controladora) a \$30 dólares por acción. Asumamos que justo después de que la transferencia ha sido anunciada, el precio de la acción en el mercado sube de \$20 a \$24. ¿Cómo se explica la diferencia de precios?

La diferencia entre los \$20 y \$30 dólares puede separarse en dos componentes: 1) el incremento que se espera en el valor de la compañía bajo la nueva administración y 2) los beneficios privados que el nuevo accionista espera al tener el control de la compañía. El precio de mercado el día siguiente al que ha tenido lugar la transferencia del control, cuando el mercado ha podido evaluar la fortaleza de la nueva administración, entonces podemos separar ambos componentes.

El incremento de \$4 (\$24-\$20) en el precio refleja la expectativa del mercado de la mejoría en el desempeño corporativo como resultado del cambio de administración. La diferencia entre \$30 y \$24 podría reflejar la confianza del comprador en su habilidad de mejorar el desempeño del negocio. Pero más bien se debe a que los nuevos accionistas controladores esperan recibir los adicionales \$6 (\$30-\$24) en beneficios privados.

Dado que el premio ha sido pagado por sólo el 30% de las acciones, al normalizar este premio por el valor total del capital accionario, el valor de los beneficios privados del control se estima en 7.5% ( $30\% * [(\$30 - \$24) / \$24]$ ) del valor de mercado del capital accionario de la empresa.

No hay que confundir el valor de los beneficios privados del control con el valor del control. Recordemos que este último se refiere a la diferencia entre el status quo de la empresa y el valor de la misma en su desempeño óptimo.

Para exponer éste último caso, asumamos la valuación del capital accionario de una compañía privada cuyo valor se ha estimado en \$15 millones bajo las circunstancias actuales y en \$20 millones con un nuevo y mejor equipo de administración. Para estimar el valor de una participación controladora del 60% utilizaríamos el valor óptimo ( $60\% * \$20$  millones = \$12 millones). Para valuar una participación minoritaria del 40% en la misma empresa utilizaríamos el valor del status quo ( $40\% * \$15$  millones = \$6 millones). El premio por control, en general, podría aproximarse a un 20% ( $60\% * [(\$20 - \$15) / \$15]$ ) del valor de mercado del capital accionario de la compañía.

### Conclusiones preliminares

Los estudios realizados confirman que en la mayoría de los países existe un vínculo entre las prácticas de Gobierno Corporativo de la empresa y su valor de mercado. Sin embargo a pesar de que existe evidencia respecto a la capacidad de generar valor a través de la aplicación de ciertas prácticas de Gobierno Corporativo existen países (particularmente los llamados emergentes) y dueños de empresas que siguen viendo estas prácticas como una moda o como una incómoda obligación.

No es posible definir hasta qué punto los mayores precios de las acciones de empresas con mejor Gobierno Corporativo reflejan un incremento en el valor total de la empresa, contra una disminución en los beneficios privados del control que disfrutaban quienes la manejan. Es decir, no es posible afirmar si el mejor Gobierno Corporativo incrementa el valor de la empresa, simplemente distribuye sus rendimientos en forma más equitativa o bien genera un equilibrio donde se maximiza el valor de la empresa y las ganancias de los accionistas minoritarios se generan a costa de los accionistas controladores al compartir lo que antes eran beneficios privados del control.

En virtud de que al tratar de medir el valor de los beneficios privados del control intentamos interpretar un mercado imperfecto, no existe una regla empírica infalible para ello. Por otro lado dado que ni siquiera hemos podido ponernos convenir, al aplicar las definiciones de valor

razonable o valor de mercado, en cómo definir cuál es el mercado principal que analizamos o si deberíamos enfocarnos en el mercado más activo (el mercado público), mucho menos hay un acuerdo general respecto a cuándo es apropiado aplicar un premio por control. No obstante, es un hecho que las participaciones controladoras registran mayores precios por acción en promedio, lo que refleja la existencia de beneficios privados del control que pueden, incluso, generarse a expensas de los accionistas minoritarios.

ESTIMADO SOCIO

**boletín técnico**

Cualquier comentario, observación o sugerencia a este Boletín favor de hacerlo llegar directamente a los autores.

**Adriana M. Berrocal González**  
Gerente Senior (Corporate Finance)  
KPMG CARDENAS DOSAL, S.C.  
[aberrocal@kpmg.com.mx](mailto:aberrocal@kpmg.com.mx)