

Global Equity Observer

Guía de calidad sobre el gobierno corporativo

ACTIVE FUNDAMENTAL EQUITY | INTERNATIONAL EQUITY TEAM | INVESTMENT INSIGHT | NOVEMBER 2017

Creemos que un buen gobierno corporativo resulta crucial, ya que es preciso garantizar que los equipos directivos de las compañías actúen en interés de los accionistas. Esto es necesario para afrontar el problema clásico del principal-agente, cuando los accionistas no administran la compañía en la que invierten y quedan expuestos a la posible diferencia de prioridades de la dirección. El dilema típico es la naturaleza temporal: administrar la compañía a ultra largo plazo independientemente de la rentabilidad o el rendimiento (un problema clásico en Japón), puede ser tan perjudicial como dirigirla para obtener beneficios a corto plazo, a menudo para ganar un mayor sueldo (un problema clásico angloestadounidense). Sin duda, los inversores deben estar en guardia.

Es vital dirigir las compañías en pos de la rentabilidad a largo plazo en lugar de a corto plazo. En concreto, es necesario invertir lo suficiente para mantener sus franquicias, innovar y, cuando corresponda, respaldar esas innovaciones a través de publicidad y marketing. Estas inversiones se financian tanto a través de la cuenta de resultados como de gasto en capex. También es crucial que cualquier flujo de caja libre remanente se invierta a altas tasas de rentabilidad o, en ausencia de tales oportunidades, que se devuelva a los accionistas, preferiblemente a través de dividendos. Se deben cerrar las unidades de negocio que no tienen perspectivas de ofrecer una rentabilidad aceptable a largo plazo, y el capital se debe dirigir hacia áreas que generen mayor rentabilidad, o devolverse a los accionistas. Si bien existen operaciones corporativas interesantes, generalmente somos cautelosos respecto a las grandes adquisiciones, ya que tienden a ser una transferencia de valor desde los accionistas que compran a los afortunados que han sido comprados.

AUTHOR



WILLIAM LOCK

Head of International Equity Team



BRUNO PAULSON

Managing Director



DIRK HOFFMANN-BECKING

Executive Director

“[...] en nuestra opinión, el gobierno corporativo es aún más importante en los “compounders” de alta calidad”.



Puede parecer contrario al sentido común, pero en nuestra opinión, el gobierno corporativo es aún más importante en los “compouders” de alta calidad. El motivo radica simplemente en el hecho de que el equipo directivo dispone de un mayor margen de libertad. Las compañías del sector de consumo básico cuentan con generosos presupuestos para publicidad, que pueden ser recortados en épocas de vacas flacas con el objetivo de inflar los beneficios a corto plazo a costa de destruir valor a largo plazo, cuando en realidad las compañías que reinvierten a altas tasas de rentabilidad deberían generar grandes cantidades de flujo de caja libre, con todas las tentaciones de asignarlo de forma indebida que esto conlleva.

Analizar la gestión y el gobierno corporativo ha sido un elemento central del proceso de inversión del equipo International Equity desde su fundación en 1986. El trabajo en esta área no se subcontrata a empresas como ISS o Glass Lewis, sino que lo lleva a cabo el propio equipo de inversión, respaldado por el equipo de Gobierno corporativo de MSIM. Aunque tenemos preferencias claras, que abordamos a continuación, las decisiones sobre votaciones analizando cada caso particular y no utilizando una fórmula general. En un mundo profundamente imperfecto, no queremos que nuestra búsqueda de la perfección se interponga en lo razonable, particularmente cuando lo razonable mejora cada año. No obstante, nos sentimos muy cómodos votando en contra de las recomendaciones del consejo de administración, e incluso en contra de sus miembros, cuando creemos que es necesario.

En cuanto a la estructura, preferimos que los roles del CEO y del presidente del consejo estén separados, y lo ideal sería tener un consejero independiente sénior al que acudir cuando no estemos satisfechos con ellos. En términos más generales, no nos gustan las “píldoras venenosas”, los derechos de voto doble para algunos accionistas, ni las clases de acciones diferenciadas. No creemos que las compañías, y en particular su equipo directivo, requieran protección por parte de sus dueños.

La remuneración de los ejecutivos es un tema central, ya que la mayoría tiende a hacer lo que se les paga por hacer, lo que significa que los incentivos deberían recompensar el comportamiento que beneficia a los accionistas. Esto hace que seamos cautelosos y que no nos fiemos demasiado de los beneficios por acción, ya que se pueden manipular con maniobras a corto plazo, en concreto, mediante aumentos del apalancamiento o adquisiciones de baja rentabilidad. En especial, nos resistimos al uso de “beneficios ajustados” o, como preferimos llamarlos, “beneficios antes de que suceda algo negativo”. Lo negativo pueden ser pérdidas, los costes por impactos medioambientales o sociales, o incluso el pago con acciones de la compañía. Por el contrario, acogemos positivamente la (aunque no muy común) inclusión de objetivos basados en la rentabilidad sobre el capital.

Uno de nuestros objetivos es evitar pagar demasiado por una rentabilidad ordinaria o deficiente. Por esa razón, buscamos metas más amplias en lugar de objetivos fáciles o acciones solo por el tiempo como inversores. Otra señal de alerta es el cambio sobre la marcha de los objetivos, por ejemplo, al descontar los efectos de la divisa cuando esta fluctúa lastrando los resultados,

“[...] lo que más importa es la cultura de la organización y el comportamiento de su equipo directivo, por lo que es fundamental reunirse con ellos regularmente”.

que a menudo ha reportado beneficios cuando se movía en sentido contrario. También desaprobamos los objetivos que se cumplen mediante adquisiciones. Apoyamos que los directivos posean un mínimo de acciones, y vamos más allá, alentando a las compañías a mantener los objetivos aún después de que se jubilen los ejecutivos, para evitar la tentación de engordar el negocio de forma insostenible cuando estos dejan la empresa.

En última instancia, aunque las estructuras son importantes, lo que más importa es la cultura de la organización y el comportamiento de su equipo directivo, por lo que es fundamental reunirse con ellos regularmente. Gran parte de la “industria de gobierno corporativo” se concentra en calificar lo que se mide fácilmente, y termina siendo únicamente un ejercicio de marcar casillas, descuidando el elemento humano. El peligro es que el proceso termine como la historia del borracho que ha perdido las llaves en el parque y las busca bajo la farola, porque ahí es donde está la luz. Nuestro proceso, más complejo, laborioso y necesariamente subjetivo procura buscar donde realmente están las llaves.

CONSIDERACIONES SOBRE RIESGOS

No existe garantía de que una cartera determinada vaya a alcanzar su objetivo. Las carteras están sujetas al riesgo de mercado, que es la posibilidad de que baje el valor de mercado de los títulos que posee la cartera. En consecuencia, su inversión en esta estrategia podrá comportar pérdidas. Tenga en cuenta que esta estrategia podrá estar sujeta a determinados riesgos adicionales. Los cambios en la economía mundial, el gasto de los consumidores, la competencia, la evolución demográfica y las preferencias de los consumidores, la regulación pública y las condiciones económicas podrían afectar negativamente a compañías con negocios globales y tener un impacto desfavorable en la estrategia en mayor medida que si los activos de esta estuvieran invertidos en una variedad más amplia de compañías. En general, los valores de los títulos de renta variable también fluctúan en respuesta a actividades propias de una determinada compañía. Las inversiones en mercados extranjeros comportan riesgos específicos como, por ejemplo, de divisa, políticos, económicos y de mercado. Las acciones de compañías de pequeña capitalización entrañan riesgos específicos, como una limitación de líneas de productos, mercados y recursos financieros y una volatilidad de mercado mayor que los títulos de compañías más grandes y consolidadas. Los riesgos de invertir en países de

mercados emergentes son mayores que los riesgos asociados a inversiones en mercados desarrollados extranjeros. Las carteras no diversificadas a menudo invierten en un número más reducido de emisores. En consecuencia, los cambios en la situación financiera o el valor de mercado de un solo emisor pueden causar una mayor volatilidad. Estrategia de venta de opciones. Vender opciones de compra entraña el riesgo de que la cartera se vea obligada a vender el título o instrumento subyacente (o liquidar en efectivo un importe de igual valor) a un precio desfavorable o inferior al precio de mercado de ese título o instrumento subyacente, en el momento en que se ejerza la opción. Como vendedora de una opción de compra, durante la vigencia de la opción, la cartera renuncia a la oportunidad de beneficiarse de aquellos aumentos del valor de mercado del título o instrumento subyacente que cubra la opción que superen el importe de la prima y el precio de ejercicio, pero sigue sujeta al riesgo de pérdida en caso de caída del precio del título o instrumento subyacente. Además, la estrategia de venta de opciones de compra de la cartera podría no protegerla completamente frente a pérdidas de valor del mercado. Existen riesgos específicos asociados a la venta de opciones no cubiertas, que exponen a la cartera a pérdidas potencialmente significativas.

DEFINICIONES

El beneficio por acción es la parte del beneficio de una compañía asignado a cada acción ordinaria en circulación.

DISTRIBUCIÓN

La presente comunicación se dirige exclusivamente a personas que residan en jurisdicciones donde la distribución o la disponibilidad de la información que aquí se recoge no vulneren las leyes o los reglamentos locales y solo se distribuirá entre estas personas.

Reino Unido: Morgan Stanley Investment Management Limited está autorizada y regulada por la Autoridad de Conducta Financiera. Inscrita en Inglaterra. Número de registro: 1981121. Domicilio social: 25 Cabot Square, Canary Wharf, Londres E14 4QA, autorizada y regulada por la Autoridad de Conducta Financiera. **Dubái:** Morgan Stanley Investment Management Limited (Representative Office, Unit Precinct 3-7th Floor-Unit 701 and 702, Level 7, Gate Precinct Building 3, Dubai International Financial Centre, Dubái, 506501 (Emiratos Árabes Unidos). Teléfono: +97 (0)14 709 7158). **Alemania:** Morgan Stanley Investment Management Limited Niederlassung Deutschland, Junghofstrasse 13-15 60311 Fráncfort (Alemania) (Gattung: Zweigniederlassung (FDI) gem. § 53b KWG). **Italia:** Morgan Stanley Investment Management Limited, Milan Branch (Sede Secundaria di Milano) es una sucursal de Morgan Stanley Investment Management Limited, sociedad inscrita en el Reino Unido, autorizada y regulada por la Autoridad de Conducta Financiera y con domicilio social en 25 Cabot Square, Canary Wharf, Londres, E14 4QA. Morgan Stanley Investment Management Limited Milan Branch (Sede Secundaria di Milano), con sede en Palazzo Serbelloni Corso Venezia, 16, 20121 Milán (Italia), se encuentra inscrita en Italia con el número de sociedad y de IVA 08829360968. **Países Bajos:** Morgan Stanley Investment Management, Rembrandt Tower, 11th Floor Amstelplein 1 1096HA (Países Bajos). Teléfono: 31 2-0462-1300. Morgan Stanley Investment Management es una sucursal de Morgan Stanley Investment Management Limited. Morgan Stanley Investment Management Limited está autorizada y regulada por la Autoridad de Conducta Financiera del Reino Unido. **Suiza:** Morgan Stanley & Co. International plc, London, Zurich Branch. Autorizada y regulada por la Eidgenössische Finanzmarktaufsicht ("FINMA"). Inscrita en el registro mercantil de Zúrich con el número CHE-115.415.770. Domicilio social: Beethovenstrasse 33, 8002 Zúrich (Suiza). Teléfono +41 (0) 44 588 1000. Fax: +41(0) 44 588 1074.

Estados Unidos

Una cuenta gestionada por separado podría no ser lo más adecuado para todos los inversores. Las cuentas gestionadas por separado según la estrategia incluyen diversos títulos y no reproducirán necesariamente

la rentabilidad de un índice. Antes de invertir, deben estudiarse minuciosamente los objetivos de inversión, los riesgos y las comisiones de la estrategia. Se requiere un nivel mínimo de activos. Para conocer información importante sobre el gestor de inversiones, consulte el Formulario ADV Parte II.

Antes de invertir, deben estudiarse minuciosamente los objetivos de inversión, los riesgos, las comisiones y los gastos de los fondos. En los folletos figura esta y otra información sobre los fondos. Para obtener un ejemplar del folleto, descárguelo en morganstanley.com/im o llame al 1-800-548-7786. Lea el folleto detenidamente antes de invertir.

Morgan Stanley Distribution, Inc. actúa como distribuidor de los fondos de Morgan Stanley.

SIN SEGURO DE LA FDIC | SIN GARANTÍA BANCARIA | POSIBLES PÉRDIDAS DE VALOR | SIN LA GARANTÍA DE NINGUNA AGENCIA DEL GOBIERNO FEDERAL | NO ES UN DEPÓSITO

Hong Kong: El presente documento ha sido emitido por Morgan Stanley Asia Limited para utilizarse en Hong Kong y únicamente podrá facilitarse a "inversores profesionales", según se define este término en la Ordenanza de valores y futuros (*Securities and Futures Ordinance*) de Hong Kong (capítulo 571). El contenido del presente documento no se ha revisado ni aprobado por ninguna autoridad reguladora, incluida la Comisión de Valores y Futuros de Hong Kong. En consecuencia, salvo en casos de exención conforme a la legislación pertinente, el presente documento no podrá emitirse, facilitarse, distribuirse, dirigirse ni ofrecerse al público en Hong Kong. **Singapur:** El presente documento no debe considerarse una invitación de suscripción o adquisición, directa o indirectamente, dirigida al público o a cualquier persona concreta de este en Singapur, salvo a (i) inversores institucionales conforme al artículo 304 del capítulo 289 de la Ley de valores y futuros (*Securities and Futures Act*, "SFA") de Singapur, (ii) "personas relevantes" (incluidos inversores acreditados) de conformidad con el artículo 305 de la SFA, y de acuerdo con las condiciones especificadas en el artículo 305 de la SFA, o (iii) de otro modo de conformidad y de acuerdo con las condiciones de cualquier otra disposición aplicable de la SFA. Concretamente, no podrán ofrecerse al público minorista participaciones de fondos de inversión no autorizados o reconocidos por la Autoridad Monetaria de Singapur. Ningún documento escrito dirigido a cualquiera de las personas anteriormente citadas en relación con una oferta constituye un folleto, según la definición que se le atribuye a este término en la SFA, por lo que no rigen las estipulaciones de la SFA sobre responsabilidad legal en relación con el contenido de folletos. Además, los inversores deberán analizar minuciosamente si la

inversión es o no apta para ellos. **Australia:** Esta publicación la distribuye en Australia Morgan Stanley Investment Management (Australia) Pty Limited, ACN: 122040037, AFSL n.º 314182, que acepta la responsabilidad de su contenido. Esta publicación y cualquier acceso a ella están dirigidos exclusivamente a "clientes mayoristas", según el significado que se le atribuye a este término en la Ley de sociedades (*Corporations Act*) de Australia.

INFORMACIÓN IMPORTANTE

EMEA: La presente comunicación la emite Morgan Stanley Investment Management Limited ("MSIM"). Autorizada y regulada por la Autoridad de Conducta Financiera. Número de registro en Inglaterra: 1981121. Domicilio social: 25 Cabot Square, Canary Wharf, Londres E14 4QA.

No existen garantías de que una estrategia de inversión funcione en todas las condiciones de mercado, por lo que cada inversor debería evaluar su capacidad para invertir a largo plazo, especialmente en periodos de caídas del mercado. Antes de invertir, los inversores deben consultar minuciosamente el documento de oferta correspondiente de la estrategia o del producto. Hay importantes diferencias en la forma de ejecutar la estrategia en cada uno de los vehículos de inversión.

Una cuenta gestionada por separado podría no ser lo más adecuado para todos los inversores. Las cuentas gestionadas por separado según la estrategia incluyen diversos títulos y no reproducirán necesariamente la rentabilidad de un índice. Antes de invertir, deben estudiarse minuciosamente los objetivos de inversión, los riesgos y las comisiones de la estrategia.

El presente documento es una comunicación general que no es imparcial y que se ha elaborado exclusivamente a efectos informativos y formativos y no constituye una oferta o una recomendación para comprar o vender títulos concretos ni para adoptar una estrategia de inversión concreta. La información provista en el presente documento no se ha elaborado atendiendo a las circunstancias particulares de ningún inversor y no constituye asesoramiento de inversión ni debe interpretarse en modo alguno como asesoramiento fiscal, contable, jurídico o regulatorio. Por consiguiente, antes de tomar una decisión de inversión, se aconseja a los inversores que consulten a un asesor jurídico y financiero independiente que les informe sobre las consecuencias fiscales de dicha inversión.

Salvo que aquí se indique lo contrario, los puntos de vista y las opiniones que se recogen en el presente documento corresponden a los de equipo de gestión de la cartera y se basan en el estado de los asuntos tratados en el momento de su elaboración y en ninguna fecha posterior; tales puntos de vista y opiniones no se actualizarán ni se revisarán de otro modo para recoger información que pase a estar disponible más adelante ni circunstancias o cambios posteriores a la fecha del presente documento.

Las previsiones o las estimaciones que aquí se facilitan pueden variar y no llegar a materializarse. La información relativa a las rentabilidades de mercado previstas y a las perspectivas del mercado se basa en la investigación, el análisis y las opiniones de los autores. Estas conclusiones son de naturaleza especulativa, pueden no llegar a producirse y no pretenden predecir la rentabilidad futura de ningún producto concreto de Morgan Stanley Investment Management.

MSIM no ha autorizado a intermediarios financieros a utilizar o distribuir el presente documento, salvo que dicha utilización y distribución se lleve a cabo de conformidad con las leyes y los reglamentos aplicables. Además, los intermediarios financieros deberán comprobar por sí mismos que la información recogida en el presente documento es adecuada para las personas destinatarias del mismo, teniendo en cuenta las circunstancias y los objetivos de dichas personas. MSIM no será responsable del uso o el uso inapropiado del presente documento por cualesquiera tales intermediarios financieros y declina toda responsabilidad al respecto.

No podrá reproducirse, copiarse o transmitirse la totalidad o parte del presente documento y tampoco podrá divulgarse su contenido a terceros sin el consentimiento expreso previo de MSIM.

Toda la información que figura en el presente documento tiene carácter privado y cuenta con la protección de las leyes de propiedad intelectual.

Visite nuestro sitio web en www.morganstanley.com/im