

## AMÉRICA LATINA

# Gobernanza empresarial en los mercados emergentes: cómo aprovechar los tiempos de cambio

noviembre 27, 2019

*Aunque los mercados emergentes ofrecen muchas oportunidades potenciales de inversión, la insuficiente gobernanza empresarial puede plantear dificultades. Con el paso de los años, algunos países han subsanado sus deficiencias en materia de gobernanza más rápido que otros. En la primera de las dos partes que integran esta serie, Andrew Ness y Chetan Sehgal, de Franklin Templeton Emerging Markets Equity, explican qué es la gobernanza empresarial y cómo están mejorando los mercados emergentes en este ámbito.*

Resulta más sencillo comprender el concepto de gobernanza empresarial que definirlo. Es un tema extenso, y su definición puede variar de un inversor a otro. Dicho esto, los estudios académicos e industriales suelen plantear la gobernanza empresarial a nivel de los países y de las empresas<sup>1</sup>.

- **País:** las leyes, normativas y políticas que conforman el entorno de inversión suelen acaparar el protagonismo. Los inversores se fijan en la calidad de las instituciones públicas de un mercado —que se refleja en la solidez de los derechos de propiedad intelectual y las normas de divulgación que existen en él, así como en otras características— para determinar hasta qué punto pueden confiarle su capital. Estas características dan forma además al marco institucional en el que operan las empresas.
- **Empresa:** en este caso, la clave reside en los controles y equilibrios entre la junta directiva, la gerencia y los accionistas de una empresa. En nuestra opinión, los sistemas internos que ayudan a la junta directiva a supervisar de manera efectiva a la gerencia, incentivan a los gestores para actuar en beneficio de todos los accionistas o permiten que estos últimos pidan explicaciones a la junta directiva deberían contribuir a una buena gobernanza.

Creemos que, en esencia, la gobernanza empresarial determina cómo de capaz es una empresa de operar velando por los intereses a largo plazo de todos los accionistas. Un estudio la define del siguiente modo: «La gobernanza empresarial se ocupa de los modos en que quienes proporcionan financiación a las empresas se aseguran de que rentabilizarán su inversión»<sup>2</sup>.

## La búsqueda del alfa

¿Por qué es tan importante la buena gobernanza empresarial? Para empezar, es fundamental para la sostenibilidad de una empresa. Un sistema fiable de controles, incentivos y valores, el cual queda patente en aspectos como una junta directiva mayoritariamente independiente, un plan de retribución de los ejecutivos bien diseñado y un marco sensato para la asignación del capital, debería incrementar la disciplina de la gerencia para plantear la actividad de la empresa pensando en el largo plazo.

Resulta también sorprendente el impacto que la gobernanza tiene a menudo en la valoración de las acciones. Normalmente, los mercados han descartado a aquellas empresas con malas prácticas o políticas que se considera que engañan a los inversores. Las mejoras en la gobernanza brindan a estas empresas la oportunidad de ser recalificadas.

Por lo general, los estudios en su conjunto han detectado una correlación entre una mejor gobernanza y el aumento del acceso a financiación, la disminución de los costes de capital, el fortalecimiento del rendimiento operativo y la valoración más alta de las empresas<sup>3</sup>.

Pero seamos claros: la gobernanza empresarial es solo uno de los múltiples factores que pueden afectar a las perspectivas de una empresa y al precio de sus acciones. En nuestra opinión, los inversores deberían evaluar medidas financieras tradicionales además de la gobernanza de una empresa para así obtener una visión integral de las posibles rentabilidades de su inversión y de los riesgos potenciales.

## **La gobernanza en el contexto de los mercados emergentes**

La gobernanza empresarial en los mercados emergentes se ha convertido en un tema central debido al peso cada vez mayor que tienen estos en el panorama financiero mundial. En los últimos 20 años, aproximadamente, la proporción de la capitalización del mercado de valores mundial que poseen se ha más que duplicado<sup>4</sup> y, en junio de 2019, era del 30,0 %<sup>5</sup>. Sin embargo, sus normas de gobernanza suelen ser peores que las de los mercados desarrollados, lo que desalienta a ciertos inversores.

En un estudio llevado a cabo por la World Federation of Exchanges (WFE), los inversores indicaron que los problemas de gobernanza plantean una dificultad especial para invertir en los mercados emergentes<sup>6</sup>. Algunos de ellos señalaron que evitarían invertir en una empresa cuya gobernanza considerasen deficiente. La concentración de la propiedad de las empresas constituye un desafío único en los mercados emergentes. Tras una investigación exhaustiva se ha concluido que en estas economías predominan las empresas familiares y las controladas por el Estado, lo que podría poner en peligro los intereses de los accionistas minoritarios<sup>7</sup>.

Sin unas salvaguardias apropiadas, los accionistas mayoritarios podrían emplear con facilidad los recursos de la empresa en su propio beneficio, a costa de los minoritarios.

Con el paso de los años, algunos mercados emergentes han subsanado sus deficiencias en materia de gobernanza más rápido que otros. En ello influyen dos grandes factores. Las llamadas de atención que se produjeron tras las crisis económicas y los escándalos empresariales provocados por las deficiencias en materia de gobernanza son el primero.

La crisis financiera asiática de 1997 constituyó un importante punto de inflexión para las economías y las empresas que se habían endeudado en exceso animadas, en parte, por una gobernanza laxa. La crisis financiera mundial de 2008-2009 agudizó los peligros derivados del exceso de deuda y una supervisión ineficaz.

En segundo lugar, se encuentra el deseo de acceder a los principales índices de mercados y de atraer más capital. Las economías que quieren entrar a formar parte de estos índices deben cumplir las reglas en materia de gobernanza, entre otros criterios. La accesibilidad, eficiencia y transparencia de sus mercados financieros y la solidez de sus sistemas reglamentarios son solo algunos de los factores que evalúan los proveedores de índices. Tomemos como ejemplo la decisión que FTSE Russell tomó en 2018 de incluir a Arabia Saudí en su índice para mercados emergentes. Las reformas que el país efectuó en su mercado, unidas a sus esfuerzos por mejorar la gobernanza empresarial, lo ayudaron a conseguirlo<sup>8</sup>.

## **Enseñanzas extraídas de las turbulencias: la crisis financiera asiática**

Unas entradas de capitales cuantiosas pueden suponer un problema para los países que no están preparados para gestionarlas. Los mercados de Asia Oriental lo comprobaron en carne propia a finales de los años 90, cuando su excesiva dependencia de los préstamos a corto plazo en dólares de Estados Unidos sembró el germen de la crisis financiera asiática. Su deficiente gobernanza empresarial fue una de las múltiples causas interrelacionadas de esta crisis.

Los bancos se encontraban cada vez más expuestos al riesgo derivado de unos sectores sobrecalentados y unas empresas con un alto grado de apalancamiento en un contexto en que el mercado estaba poco supervisado, los controles internos eran laxos y existía una cultura de préstamo basado en las relaciones personales. A simple vista parecía que, mientras los capitales fluían, los mercados funcionaban correctamente. No obstante, una desaceleración repentina de la liquidez provocó la quiebra de múltiples empresas e impuso a los bancos la pesada carga de los préstamos fallidos.

La crisis financiera asiática funcionó como un potente catalizador de las reformas en el ámbito de la gobernanza que emprendieron las economías más afectadas. En Corea del Sur, por ejemplo, se desplomaron numerosos conglomerados familiares de gran tamaño, o *chaebols*. Sus complejas estructuras de participación, los préstamos y garantías entre empresas del mismo grupo y otras malas prácticas permitieron que algunos *chaebols* obtuvieran préstamos e invirtieran de manera imprudente. Tras la crisis financiera asiática, los *chaebols* con dificultades se vieron obligados a reestructurarse. Corea del Sur reforzó el marco regulatorio y de supervisión de su sector financiero e introdujo medidas destinadas a fortalecer la gobernanza en el seno de las empresas.

## **Enseñanzas extraídas de las turbulencias: la crisis financiera mundial**

Unos 10 años después de la crisis financiera asiática, los sistemas bancarios volvieron a encontrarse bajo presión. Esta vez, sin embargo, el impacto fue mucho mayor. Lo que en 2007 comenzó como una crisis en el mercado de las hipotecas *subprime* en Estados Unidos pronto dio lugar al colapso de las principales instituciones financieras estadounidenses y europeas, que se habían endeudado en exceso para invertir en valores respaldados por hipotecas. El pánico se adueñó de todo el sistema financiero transfronterizo y provocó una crisis de liquidez en las economías desarrolladas y emergentes. Múltiples errores de gobernanza, como la deficiente gestión del riesgo de los bancos y la ineficacia de la vigilancia reglamentaria, fueron los causantes de la crisis.

La crisis financiera mundial generó respuestas normativas de gran envergadura a escala nacional y mundial. Por ejemplo, el Comité de Supervisión Bancaria de Basilea, la organización mundial encargada de la regulación bancaria, elaboró el marco Basilea III con el objetivo de incrementar la resiliencia del sector. Basilea III, que aumentó la cantidad y calidad del capital regulador de los bancos, contenía requisitos para lograr una sólida gestión del riesgo y unas divulgaciones adecuadas.

Si bien la crisis no surgió en los mercados emergentes, generó el impulso necesario para que los responsables políticos de estas economías subsanasen las deficiencias de gobernanza que siguen existiendo.

*En la segunda publicación de esta serie, Sehgal y Ness examinarán los avances que están realizando determinados países y explicarán por qué creen que mejorar la gobernanza se ha convertido en una cuestión estructural para impulsar la renta variable de los mercados emergentes.*

---

## **¿Cuáles son los riesgos?**

Todas las inversiones conllevan riesgos, incluida la posible pérdida de capital. Los precios de las acciones experimentan fluctuaciones, a veces rápidas y drásticas, debido a factores que afectan a empresas concretas, industrias o sectores específicos, o condiciones de mercado generales. La inversión en el extranjero entraña riesgos especiales, entre ellos el riesgo de fluctuaciones cambiarias, de inestabilidad económica y de acontecimientos políticos adversos. Las inversiones en mercados emergentes entrañan riesgos más altos relacionados con los mismos factores, aparte de los asociados a su tamaño relativamente pequeño y a su menor liquidez.

## ***Información legal importante***

*La finalidad de este material es satisfacer el interés general, por lo que no deberá interpretarse como un asesoramiento de inversión individual ni como una recomendación o invitación para comprar, vender o mantener valor alguno o adoptar cualquier estrategia de inversión. Tampoco constituye asesoramiento jurídico ni tributario. Las empresas y los estudios de casos a los que se hace referencia en este artículo se utilizan únicamente con fines ilustrativos; cualquier inversión podría formar parte o no de una cartera que cuente con el asesoramiento de Franklin Templeton Investments.*

*Las opiniones tienen por único objeto ofrecer información acerca del proceso de análisis de valores. La información facilitada en este artículo no constituye una recomendación ni un asesoramiento individual de inversión para un valor, estrategia o producto de inversión determinados, ni una evidencia de intención de negociación de ninguna cartera gestionada por Franklin Templeton. Este documento no es un análisis completo de cada hecho relevante en relación con un sector, un valor o una inversión y no debe interpretarse como una recomendación de inversión. Trata de ofrecer una perspectiva del proceso de selección y análisis de carteras. Las declaraciones basadas en hechos se extraen de fuentes que se consideran fiables, pero no se ha comprobado de forma independiente su integridad o precisión. Estas opiniones no deben considerarse como un asesoramiento de inversión ni como una oferta de un valor particular. La rentabilidad pasada no garantiza rentabilidades futuras. Las opiniones expresadas son las del gestor de inversiones y los comentarios, las opiniones y los análisis son válidos en el momento de su fecha de publicación y pueden cambiar sin previo aviso. La información facilitada en este artículo no pretende ser un análisis completo de cada hecho relevante en relación con cualquier país, región o mercado.*

*Es posible que, en la preparación de este material, se haya utilizado información de fuentes de terceros y que Franklin Templeton (FT) no haya verificado, validado ni auditado dicha información de forma independiente. FT no asume responsabilidad alguna, sea del tipo que sea, por pérdidas resultantes del uso de esta información y, en su caso, el usuario confiará en los comentarios, las opiniones y los análisis contenidos en el material por su propia cuenta y riesgo. Los productos, los servicios y la información podrían no estar disponibles en todas las jurisdicciones y son ofrecidos fuera de Estados Unidos por las filiales de FT o sus distribuidores conforme lo permitan las leyes y los reglamentos locales. Consulte a su propio asesor profesional o su contacto institucional de Franklin Templeton para obtener información adicional sobre la disponibilidad de dichos productos y servicios en su jurisdicción.*

*CFA® y Chartered Financial Analyst® son marcas registradas propiedad de CFA Institute.*

**1.** Fuentes: Fondo Monetario Internacional, «Corporate Governance, Investor Protection, and Financial Stability in Emerging Markets», Global Financial Stability Report: Fostering

Stability in a Low-Growth, Low-Rate Era, octubre de 2016; Claessens, S. y Yurtoglu, B., Corporate Governance in Emerging Markets: A Survey, 15 de enero de 2012.

**2.** Fuente: Shleifer, A. y Vishny, R. W., «A Survey of Corporate Governance», Journal of Finance 52 (2): 737-783, 1997.

**3.** Fuente: Claessens, S. y Yurtoglu, B., Corporate Governance in Emerging Markets: A Survey, 15 de enero de 2012

**4.** Fuente: Fondo Monetario Internacional, «The Growing Importance of Financial Spillovers from Emerging Market Economies», Global Financial Stability Report: Potent Policies for a Successful Normalization, abril de 2016.

**5.** Fuente: Bloomberg. A junio de 2019.

**6.** Fuente: Cleary, S., Alderighi, S. y Boukai, B., Investing in Emerging and Frontier Markets—An Investor Viewpoint, World Federation of Exchanges, enero de 2019.

**7.** Fuente: Aguilera, R.V. y Haxhi, I., «Comparative Corporate Governance in Emerging Markets», próximamente en Oxford Handbook on Management in Emerging Markets, (Eds.) R. Grosse y K. Meyer, 14 de mayo de 2018.

[8.](#) Fuente: Torchia, A. y French, D., «Saudi to join FTSE emerging index from next March, attract billions», Reuters, 29 de marzo de 2018. Los índices no están gestionados y no puede invertirse directamente en ellos. Tampoco incluyen comisiones, gastos ni costes de suscripción.

---