

PERSPECTIVAS

Gobernanza empresarial en los mercados emergentes: progreso y oportunidades

noviembre 28, 2019

Ha habido mejoras en cuanto a gobernanza empresarial en una serie de mercados emergentes, pero es una labor que continúa. En la segunda de las dos partes que integran esta serie, Andrew Ness y Chetan Sehgal, de Franklin Templeton Emerging Markets Equity, explican las medidas que han adoptado algunos organismos reguladores y empresas de las economías emergentes para mejorar la gobernanza empresarial. También comparten su opinión sobre dónde residen las oportunidades que podrían permitirles a los inversores beneficiarse de la trayectoria positiva de cambio.

Las mejoras en cuanto a gobernanza en los mercados emergentes (ME) han sido desiguales. Sin embargo, el progreso general que hemos observado en distintos ámbitos es alentador. Las normas de contabilidad son un caso muy ilustrativo. Las normas locales se han ido armonizando cada vez más con aquellas reconocidas a escala internacional, con lo cual ha mejorado la transparencia y la calidad de la información. Brasil, por ejemplo, es uno de los ME que ha adoptado plenamente las Normas Internacionales de Información Financiera del Comité de Normas Internacionales de Contabilidad.

Los organismos reguladores también han adoptado medidas para dotar de capacidad a los accionistas minoritarios, mediante una mayor participación en las operaciones con partes vinculadas, por ejemplo. En su estudio anual sobre la facilidad para hacer negocios en todo el mundo, el Banco Mundial señaló que las economías de bajos ingresos se han puesto al día con sus homólogos de altos ingresos en lo que se refiere a la transparencia de las operaciones con partes vinculadas en los 10 últimos años.¹

Recientemente, en la India, el organismo regulador de valores endureció las normas relativas a los pagos de cánones por parte de las empresas cotizadas a las partes vinculadas (los pagos superiores a un nivel determinado requerirán la aprobación de los accionistas, y las partes vinculadas quedarán excluidas de la votación).

Además, hemos comprobado que las empresas de los ME prestan más atención a la mejora del valor para los accionistas, tanto mediante aumentos de los dividendos como mediante recompra de los títulos propios. Y suelen estar en una buena posición para hacerlo, gracias a la mejora de los flujos de caja disponibles. La búsqueda de rendimiento por parte de los inversores en un entorno de tipos de interés bajos ha presionado a las empresas para distribuir más efectivo a los accionistas.

Los críticos afirman que las reformas en materia de gobernanza empresarial en los ME no han sido tan exhaustivas como deberían, y tienen sus motivos. Mientras que algunas economías han reforzado sus instituciones públicas, otras parecen haber hecho muy pocos esfuerzos. Según el último estudio de los indicadores mundiales de gobernanza, las economías de bajos ingresos como grupo siguieron quedándose rezagadas con respecto a los mercados de ingresos altos en lo que se refiere a la calidad normativa.²

Las crisis financieras anteriores han puesto de relieve los peligros de la inactividad normativa, especialmente en lo que respecta a la supervisión de la deuda. Dado que los ME en general han acumulado una cantidad cada vez mayor de deuda en moneda extranjera durante los últimos años, su capacidad para hacer frente a los intereses o refinanciar sus préstamos exige un seguimiento pormenorizado.³

Sin embargo, la protección de los accionistas minoritarios sigue siendo un asunto candente. Creemos que los organismos reguladores y las empresas pueden hacer más por promover un tratamiento equitativo de las minorías en los ME, mejorando la divulgación de información sobre las operaciones de partes vinculadas o exigiendo la aprobación de dichas transacciones por parte de los accionistas, por ejemplo.

Más valor para los accionistas: estudios de caso de dos países

Corea del Sur: Históricamente, la valoración bursátil de Corea del Sur ha ido a la zaga con respecto a la media de Asia y del resto del mundo. Las preocupaciones sobre gobernanza relacionadas con un mercado dominado por grupos empresariales suelen cargar con la culpa de este «descuento de Corea». Pero la situación podría estar mejorando. El fondo de pensiones del Estado y principal inversor institucional de Corea del Sur, el Servicio Nacional de Pensiones, sembró esperanzas sobre un aumento del rigor de la gobernanza cuando adoptó un Código de Administración en 2018. El Servicio Nacional de Pensiones ha afirmado que ejercería sus derechos de voto a fin de aumentar el valor para los accionistas. Hace unos meses, votó en contra (y logró bloquear) de la reelección del presidente de Korean Air como consejero de la junta. El Servicio Nacional de Pensiones también nombró a algunas empresas que creía que estaban pagando menos dividendos de los que correspondían.

Las medidas adoptadas por el Servicio Nacional de Pensiones con el fin de promover el valor para los accionistas podrían inducir a otros inversores institucionales a defender causas similares, y esperamos que las empresas surcoreanas compartan más riqueza con los inversores. Estarían desarrollando una tendencia positiva. La ratio de desembolso de dividendos en Corea del Sur subió del 11,1 % a finales de 2013 hasta el 20,6 % a finales de 2018.⁴ Y podría haber más margen de crecimiento, pues la ratio sigue por debajo del 36,8 % del universo de los ME.⁵

Creemos que hay muchas empresas infravaloradas en Corea del Sur y una gobernanza más saludable podría contribuir a reducir el «descuento de Corea». Entre las empresas que han demostrado avances en los últimos años se encuentra el fabricante de teléfonos móviles y semiconductores Samsung Electronics. En 2015 decidió introducir una política de retribución a los inversores

de tres años renovable que ha dado lugar a dividendos más altos y a recompra de títulos propios. También empezó a pagar dividendos trimestralmente en 2017 para proporcionar a los accionistas una distribución más uniforme.

Rusia: Es poco probable que los inversores asocien a Rusia con la excelencia en materia de gobernanza. Lo que suele venir a la mente es su irregular historial de privatización, que empezó en la década de 1990, antes de que sus instituciones estuvieran preparadas para una economía de mercado.⁶ El gobierno también ha seguido teniendo una importante presencia en las empresas de Rusia.⁷

Sin embargo, muchas empresas rusas han tomado la iniciativa de subir el listón en lo que se refiere a la conducta y de promover el valor para los accionistas. Algunas reconocieron la necesidad de hacerlo para atraer a inversores extranjeros. Aquellas que pretendían cotizar en bolsas internacionales adoptaron las normas internacionales.

Como señal del cambio en la mentalidad empresarial, la ratio de desembolso de dividendos en Rusia subió del 21,8 % a finales de 2013 hasta el 33,0 % a finales de 2018.⁸

Una empresa que ha concentrado su atención en el valor para los accionistas es Lukoil, uno de los mayores grupos integrados de petróleo y gas de Rusia. Para nosotros, Lukoil destaca por su marco de asignación de capital claramente articulado, que tiene por fin distribuir una porción significativa de su flujo de caja disponible como dividendos a los accionistas. La empresa también anunció un nuevo programa de recompra de los títulos propios, por un valor de hasta 3000 millones de dólares en 2019.

Factores favorables para la renta variable de ME

Creemos que la mejora de la gobernanza se ha convertido en una cuestión estructural que impulsa la renta variable de los mercados emergentes. También creemos que los inversores activos se encuentran en una posición favorable para aprovechar este empuje. Las diferencias en el lenguaje y las normas sobre divulgación pueden obstaculizar la recopilación de información. Sobre todo, los filtros suelen ser retrógrados, lo que significa que probablemente ignoren a las empresas con una clasificación deficiente que, sin embargo, estén preparadas para el cambio.

Creemos que hay pocas alternativas a una investigación ascendente de primera mano en lo que se refiere a valorar la conducta empresarial. Mediante visitas a empresas locales, interacción cara a cara con los equipos directivos y otras formas de trabajo de campo, es más probable que los inversores activos comprendan mejor la actitud de las empresas ante la gobernanza y su interés de reforma.

Participación basada en las relaciones

En nuestra opinión, la colaboración directa con las empresas crea oportunidades para que los inversores lleven a cabo mejoras de gobernanza. Intentamos ser responsables con el capital de nuestros clientes y creemos que es nuestra responsabilidad promover una mejor gobernanza y lograr mejores resultados para todos los accionistas.

¿Cómo promovemos el cambio? Creemos que hay valor en el desarrollo de relaciones de confianza con las empresas, creadas mediante conversaciones frecuentes y constructivas que reflejen nuestra comprensión de sus consideraciones de gobernanza, así como nuestro interés en su éxito a largo plazo. Consideramos que las relaciones duraderas y creíbles nos aportan una ventaja competitiva al ofrecer sugerencias y promover mejoras de gobernanza perdurables.

Nuestras actividades de colaboración pueden ir más allá. Esto sucede cuando surgen preocupaciones sobre gobernanza y creemos que el trabajo directo con las empresas para impulsar cambios podría mejorar la rentabilidad de la inversión y preservar los intereses de nuestros clientes. Nuestra respuesta depende de las circunstancias de cada caso y puede incluir la presentación de las resoluciones de los accionistas y el nombramiento de directores.

La gobernanza corporativa ha recorrido un largo camino en los ME, aunque sigue siendo una tarea por concluir. Las economías y las empresas han avanzado cada una a su ritmo a la hora de reducir las diferencias de gobernanza con sus homólogos de los mercados desarrollados, y aquellas más rezagadas que luchan por estar a la altura podrían generar interesantes oportunidades de inversión.

Lea la primera parte de la serie [«Gobernanza empresarial en los mercados emergentes: Cómo aprovechar los tiempos de cambio.»](#)

¿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. Fuente: Banco Mundial, «Doing Business 2019: *Training for Reform*», 31 de octubre de 2018.

2. Fuente: Kaufmann, D., Kraay, A. and Mastruzzi, M., «The Worldwide Governance Indicators: Methodology and Analytical Issues», Documento de trabajo sobre investigaciones relativas a políticas de desarrollo n.º 5430 del Banco Mundial, septiembre de 2010. Los últimos datos disponibles se refieren a 2017.

3. Fuentes: Stohecker, H., «Emerging market debt soars to record \$69.1 trillion in Q1 on falling interest rates – IIF», Reuters, 15 de julio de 2019; Banco de Pagos Internacionales, Statistical release: BIS global liquidity indicators at end-March 2019, 31 de julio de 2019.

4. Fuentes: MSCI, Bloomberg. A 28 de junio de 2019. Para más información sobre los proveedores de datos, visite www.franklintempletondatasources.com.

5. Ibid.

6. Fuente: Banco Mundial, 2013. Corporate Governance Country Assessment: Federación de Rusia. Washington, DC. @World Bank, <https://openknowledge.worldbank.org/handle/10986/21422> License: CC BY 3.0 IGO

7. Ibid.

8. Fuentes: MSCI, Bloomberg. A 28 de junio de 2019 Para más información sobre los proveedores de datos, visite www.franklintempletondatasources.com.