

Fortaleciendo el Gobierno Corporativo Latinoamericano

EL PAPEL DE LOS INVERSIONISTAS INSTITUCIONALES



LA ORGANIZACIÓN PARA LA COOPERACIÓN Y EL DESARROLLO ECONÓMICOS

La OCDE es un foro único donde los gobiernos trabajan juntos para enfrentar los desafíos económicos, sociales y ambientales de la globalización. La OCDE también está a la vanguardia en los esfuerzos para comprender y ayudar a los gobiernos a responder a nuevos desarrollos y preocupaciones, tales como el gobierno corporativo, la economía de la información, y los desafíos de una población que envejece. La Organización provee un espacio donde los gobiernos pueden comparar experiencias de políticas, buscar respuestas a problemas comunes, identificar buenas prácticas, y trabajar en la coordinación de políticas nacionales e internacionales.

Los países miembros de la OCDE son: Alemania, Australia, Austria, Bélgica, Canadá, Chile, la República Checa, Corea, Dinamarca, Eslovenia, España, los Estados Unidos de América, Estonia, Finlandia, Francia, Grecia, Hungría, Irlanda, Islandia, Israel, Italia, Japón, Luxemburgo, México, Nueva Zelanda, Noruega, los Países Bajos, Polonia, Portugal, el Reino Unido, la República Eslovaca, Suecia, Suiza y Turquía. La Comisión Europea participa en el trabajo de la OCDE.

La Casa Editorial de la OCDE disemina ampliamente los resultados de la acumulación de estadísticas y la investigación de temas económicos, sociales y ambientales, así como las convenciones, directrices, y estándares de común acuerdo de sus miembros.

Este trabajo es publicado bajo la responsabilidad del Secretario General de la OCDE. Las opiniones expresadas y los razonamientos empleados aquí dentro no reflejan necesariamente los puntos de vista oficiales de la Organización ni tampoco aquellos de los gobiernos de sus países miembros.

OTraducido de la versión original en inglés publicada con el título: *Strengthening Latin American Corporate Governance: The Role of Institutional Investors*

© OCDE 2011

Usted puede copiar, bajar, o imprimir contenidos de la OCDE para su uso propio, y puede incluir extractos de publicaciones, bases de datos, y productos multimedia de la OCDE en sus propios documentos, presentaciones, blogs, sitios Web, y materiales para la enseñanza, siempre y cuando haya reconocido debidamente la OCDE como fuente y dueño de los derechos de autor. Cualquier solicitud para uso público o comercial, y para derecho de traducción, debería ser enviada a rights@oecd.org. Las solicitudes para permiso para fotocopiar partes de este material para uso público o comercial deberán ser dirigidas directamente al Copyright Clearance Center (CCC) a info@copyright.com o al Centre français d'exploitation du droit de copie (CFC) a contact@efcopies.com.

PRÓLOGO

Luego de la crisis financiera global, los inversionistas institucionales han estado bajo una lupa cada vez más intensa en cuanto a su papel – o ausencia – como accionistas activos e informados. Los fracasos del gobierno corporativo de los directorios¹, además del descuido de los accionistas que ayudaron a contribuir a la crisis, han provocado un reenfoque no solamente en el papel que los inversionistas institucionales pueden jugar para apoyar mejores prácticas de gobierno corporativo, sino también en el marco regulatorio y de políticas que puede facilitar o alentar aquel papel.

Esta publicación, originalmente desarrollada como un borrador “White Paper sobre el Fortalecimiento del Papel de Inversionistas Institucionales en el Gobierno Corporativo Latinoamericano” es producto de años de estudio, conversación y debate de los participantes en la Mesa Redonda Latinoamericana sobre Gobierno Corporativo. Busca impulsar el surgimiento de propietarios activos e informados como una palanca importante para influir en un mejor gobierno corporativo, adaptado al contexto latinoamericano.

Ahora titulado *Fortaleciendo el Gobierno Corporativo Latinoamericano: el Papel de los Inversionistas Institucionales*, este informe concluye que, antes que todo, el papel de los inversionistas institucionales (IIs) en América Latina es incluso más crítico que en otras partes del mundo para apoyar el desarrollo de mercados que funcionen bien y que sean sustentados por prácticas competentes de gobierno corporativo. Esta importancia se deriva de las estructuras concentradas de propiedad que prevalecen en los mercados latinoamericanos, caracterizados por accionistas o grupos controladores dominantes quienes podrían dirigir una proporción desproporcionada de los beneficios hacia sí mismos a costo de los accionistas minoritarios. Además, en los mercados relativamente ilíquidos de América Latina, los IIs frecuentemente tienen pocas opciones de inversión en los mercados accionarios locales, y los fondos de pensiones locales en particular podrían tener mayores restricciones para invertir

¹ “Directorio” deberá entenderse también como “Consejo de Administración” o “Junta Directiva” o “Directorio Ejecutivo.”

en el extranjero, estando por tanto obligados a actuar como propietarios de largo plazo.

Pero, mientras en teoría los IIs tienen un interés importante en promover el buen gobierno corporativo para asegurar la protección de sus intereses como accionistas minoritarios, la realidad de su actuar muchas veces no está a la altura. Esta publicación identifica algunas de las razones de esta brecha, y busca enfrentarlas con recomendaciones dirigidas a diseñadores de políticas, reguladores, inversionistas institucionales, y otros actores del mercado.

Esta publicación no habría sido posible sin el apoyo y las contribuciones continuas de consultores y grupos de trabajo de Argentina, Brasil, Colombia, Chile, México y Perú², y aportes adicionales de una gama más amplia de países latinoamericanos, centroamericanos, y también de la OCDE durante conversaciones en las mesas redondas. Se agradece especialmente al Foro Global de Gobierno Corporativo (GCGF por sus siglas en inglés) y al Gobierno de España por su apoyo continuo de financiamiento para la Mesa Redonda. Davit Karapetyan de la Corporación Financiera Internacional (IFC por sus siglas en inglés) y Daniel Blume de la OCDE actuaron como los redactores principales del borrador, con el apoyo de Cuauhtémoc López-Bassols de la OCDE. Es publicada bajo la responsabilidad del Secretario General de la OCDE, en base al consenso expresado por la Mesa Redonda.

Durante los últimos tres años, borradores sucesivos de este informe han servido como un “documento en vida” actualizado anualmente para monitorear e impulsar el progreso en base a las recomendaciones que contiene. Con el papel de los inversionistas institucionales identificado como una prioridad continua para la Mesa Redonda, este informe seguirá dando un marco para hacer un seguimiento y promover el desarrollo de una propiedad activa e informada en la región en el futuro.

² Los informes de los países que apoyaron esta publicación fueron preparados consultando a los grupos de trabajo basados en los países que involucraron las siguientes instituciones y asesores líderes: **Argentina** – el Centro para la Estabilidad Financiera (Pablo Souto) y la Comisión Nacional de Valores; **Brasil** – el Instituto Brasileño de Gobierno Corporativo (IBGC, Adriane de Almeida), y la Asociación de Inversionistas del Mercado de Capitales (AMEC) y la Asociación Nacional de Bancos de Inversión (ANBID); **Chile** – la Superintendencia de Valores y Seguros, la Superintendencia de Pensiones y el Centro de Gobierno Corporativo de la Universidad de Chile (Álvaro Clarke y Dieter Linneberg); **Colombia** – la Superintendencia Financiera (Sandra Perea); **México** – el Centro de Excelencia en Gobierno Corporativo (Jorge Fabre); y **Perú** – la Asociación de Administradores de Fondos Privados de Pensiones y Procapitales (Carlos Eyzaguirre -- asesor).

INDICE

Resumen Ejecutivo	7
Capítulo 1 La Importancia de los Inversionistas Institucionales en la Promoción del Buen Gobierno	15
1.1 El Consenso Actual: Recomendaciones del "White Paper" Sobre Gobierno Corporativo en América Latina, los Principios de Gobierno Corporativo de la OCDE, otras Experiencias Globales	18
Notas.....	27
Capítulo 2 El Contexto Latinoamericano: Características del Mercado y de los Inversionistas Institucionales	29
2.1 Desarrollos Económicos y del Mercado de Capitales en América Latina	30
2.2 Características de los inversionistas institucionales en los Mercados Latinoamericanos	33
2.3 Superando Barreras que Impiden la Influencia Positiva de los IIs en el Gobierno Corporativo en América Latina	38
Notas.....	46
Capítulo 3 Recomendaciones para Fortalecer las Políticas y las Buenas Prácticas	47
3.1 Las políticas y buenas prácticas para incentivar un involucramiento más activo de los inversionistas institucionales (IIs) en promocionar el mejor gobierno corporativo	48
3.2 Distinguiendo las empresas con mejor gobierno corporativo para propósitos de inversión.....	50
3.3 Formalizando y revelando las políticas de los inversionistas institucionales en relación al gobierno corporativo de las empresas en las que invierten.....	53
3.4 Ejerciendo los derechos de propiedad en las compañías en cartera	55
3.5 Votando en las Juntas Generales de Accionistas.....	55
3.6 Incentivando la comunicación entre los IIs y las empresas en las que invierten.....	59

3.7	Incentivando la comunicación entre distintos IIs	60
3.8	Mejorando el funcionamiento de los Directorios	62
3.9	Fortaleciendo la responsabilidad de la administración	65
3.10	Abordando los temas internos de gobierno corporativo de los inversionistas institucionales.....	66
3.11	Enajenando la inversión como última opción	70
	Notas.....	71
Capítulo 4 Pasos Adicionales:		
	Fortaleciendo las Fuerzas del Mercado	73
4.1	Apoyando mejores condiciones de mercado para un papel efectivo del inversionista institucional	73
4.2	El papel de los medios de comunicación, las agencias de clasificación de riesgo y los servicios de asesoría.....	74
4.3	Mejorando la efectividad de los IIs a través de asociaciones.....	76
4.4	Apoyando la resolución efectiva de conflictos	78
	Notas.....	78
	Bibliografía	79
Recuadros		
1.1	Recomendaciones del White Paper para incentivar la emergencia de propietarios activos e informados.....	18
1.2.	Extractos de la "Declaración de Enfoque sobre el Gobierno Corporativo por las Instituciones de Desarrollo Financiero”	21
Tablas		
2.1.	Capitalización del mercado nacional, valor de acciones locales transadas, cantidad de empresas locales cotizadas y OPAs	32
2.2.	Techos de cartera para las AFP por clase principal de activo en países latinoamericanos y de la OCDE	35
Figuras		
2.1.	Capitalización de mercado como % de PIB para una selección de países latinoamericanos (2000-2008).....	31
2.2.	Activos bajo administración de las AFP y fondos mutuos.....	34
2.3.	Composición de Carteras de las AFP (2009)	36

RESUMEN EJECUTIVO

Propiedad Activa e Informada para Apoyar un Mejor Gobierno Corporativo en América Latina

Fortaleciendo el Gobierno Corporativo Latinoamericano: el Papel de los Inversionistas Institucionales refleja la prioridad de la Mesa Redonda Latinoamericana sobre Gobierno Corporativo de promover el surgimiento de propietarios activos e informados como una palanca importante para influir en un mejor gobierno corporativo en la región. Extrae información de directrices de políticas y también de mejores prácticas reconocidas a nivel internacional, empezando con *Principios de Gobierno Corporativo de la OCDE*, y trabajos específicos a la región y a los países, entre ellos el “*White Paper*” sobre *Gobierno Corporativo en América Latina* de 2003 de la Mesa Redonda, y el informe de 2007 *Inversionistas Institucionales y Gobierno Corporativo en América Latina: Desafíos, Prácticas Prometedoras y Recomendaciones*. Se ha desarrollado a través de un proceso de tres años de consulta de la Mesa Redonda e investigación en una serie de países latinoamericanos, entre ellos Argentina, Brasil, Chile, Colombia, México y Perú.

Los distintos países en América Latina tienen características de mercado y marcos legales diferentes. En algunos, como Chile y Perú, los fondos de pensiones figuran como los inversionistas institucionales (IIs) dominantes que invierten en sus bolsas locales, mientras que en otros hay un conjunto más heterogéneo de inversionistas institucionales. Esta publicación por tanto identifica diferencias en políticas y prácticas de un país a otro, y cuando corresponde, diferencia sus recomendaciones para cuadrar con el contexto específico del país.

La intención de esta publicación es de servir como referencia para diseñadores de políticas, reguladores, inversionistas, empresas, y otros participantes y partes interesadas en el mercado, quienes se interesan en apoyar un aumento en el compromiso y las responsabilidades de los IIs para promover las buenas prácticas de gobierno corporativo en América Latina. Identifica algunas de las medidas que estas partes interesadas pueden implementar para apoyar y permitir que tales inversionistas contribuyan aún más a las mejoras en el gobierno corporativo en la región. Para estos propósitos, se estructura en cuatro capítulos: 1) La Importancia de los Inversionistas Institucionales en la

Promoción del Buen Gobierno; 2) El Contexto Latinoamericano: Características del Mercado y de los Inversionistas Institucionales; 3) Recomendaciones para Fortalecer las Políticas y las Buenas Prácticas; y 4) Pasos Adicionales: Fortaleciendo las Fuerzas del Mercado.

La Importancia de los IIs para Promover el Buen Gobierno en el Contexto Latinoamericano

Los inversionistas institucionales (IIs) pueden jugar un papel importante e influyente en el mejoramiento del gobierno corporativo a nivel de políticas y de empresas, particularmente dentro del tipo de ambiente de propiedad concentrada que predomina en América Latina, dado el impacto positivo que los mejoramientos en el gobierno corporativo tienen en la protección de los intereses de accionistas minoritarios y en la contribución al mayor desempeño y valor de las acciones de las empresas. Los IIs pueden servir como contrapeso informado a los accionistas controladores para asegurar que el directorio y la administración de la empresa no trabajen para intereses que no sean los de la empresa y sus accionistas como un todo. En América Latina, los diseñadores de políticas y reguladores han priorizado particularmente el promover tal comportamiento por parte de los fondos de pensiones, porque en muchos casos los fondos administran ahorros obligatorios, y por tanto se estima que tienen el deber de servir los intereses del público y de ejercer vigilancia para proteger los beneficios futuros de los jubilados. Adicionalmente, como generalmente se concentran en los mercados locales, estos fondos de pensiones también tienden a tener carteras relativamente pequeñas de empresas cotizadas, las cuales pueden prestarse con mayor facilidad a un compromiso más enfocado. Con baja liquidez en la mayoría de los mercados latinoamericanos, los fondos de pensiones tienen un interés de largo plazo en el mercado, lo que les da una razón igualmente fuerte para considerar las prácticas del gobierno corporativo como una forma de mejorar el valor de la empresa en un plazo más largo, apoyando estrategias de mayor plazo para el crecimiento de sus fondos.

Aparte de los fondos de pensiones, otros IIs han conocido los beneficios de integrar la supervisión de y el compromiso con el gobierno corporativo a sus estrategias de inversión, pero el marco regulatorio y de políticas ha tendido a darles un margen mayor a aquellos IIs para evaluar sus propios costos y beneficios relacionados con adoptar una estrategia de propiedad activa. Sin embargo, la Mesa Redonda ha notado que las prácticas reales no han alcanzado su potencial para los fondos de pensiones y otros IIs, ya que los IIs adoptan un papel pasivo con demasiada frecuencia y no logran ejercer sus derechos de propiedad de manera activa e informada. No obstante, hay suficientes “historias de éxito” sobre la propiedad activa - no sólo en América Latina sino también a nivel global, en las que los IIs perciben premios positivos al jugar un papel

activo y enfrentan consecuencias negativas al no jugar tal papel - como para argumentar un caso para los diseñadores de políticas y el sector privado para promover el compromiso activo de los inversionistas y así asegurar buenas prácticas de gobierno corporativo.

Recomendaciones para Fortalecer las Políticas y las Buenas Prácticas

Los países latinoamericanos tienen un conjunto extenso y altamente variado de leyes, regulaciones, recomendaciones de buenas prácticas y códigos voluntarios relevantes para incentivar a los inversionistas institucionales a jugar un papel activo e informado en promover el buen gobierno corporativo. La revisión hecha por la Mesa Redonda de las experiencias de países latinoamericanos y miembros de la OCDE con estos temas, resultó en un acuerdo de varias recomendaciones, detalladas en los Capítulos 3 y 4, con recomendaciones para diseñadores de políticas y reguladores, y también recomendaciones prácticas dirigidas a los inversionistas institucionales. Éstas incluyen recomendaciones sobre los siguientes temas:

- **Encontrando el equilibrio global entre requisitos legales, auto-regulación, y prácticas voluntarias.** La acción legal y regulatoria debería no sólo imponer requisitos adicionales sobre los IIs para que ejerzan responsablemente sus derechos de propiedad, sino también habilitar e incentivar los IIs para hacerlo en forma eficiente. Al hacerlo, los reguladores deberían calcular los costos y beneficios relacionados con establecer estándares más altos, deberían buscar minimizar los costos de implementación y deberían asegurar que los beneficios a lograrse a través de la adopción de tales estándares sean mayores que los costos. Los cálculos de la mezcla apropiada de requisitos legales versus voluntarios variará de país en país, y dependerá de tales factores como la eficacia del marco legal e institucional existente para el cumplimiento de los requisitos regulatorios, la madurez y profundidad del mercado de capitales, y el número, tamaño e importancia relativa de los IIs en el mercado.
- **Distinguiendo las empresas con mejor gobierno corporativo para propósitos de inversión.** Los legisladores y los reguladores deberían promulgar medidas para permitir o incentivar a los IIs a incluir eficientemente el análisis del gobierno corporativo en sus procesos de evaluación de inversiones. Por ejemplo, los IIs que están sujetos a limitaciones regulatorias pueden ser incentivados a distinguir las empresas con mejor gobierno corporativo al restringir sus inversiones en empresas que no cumplen con los estándares mínimos de gobierno corporativo, o al permitir un nivel de inversión proporcionalmente

mayor en empresas que cumplan con ciertos requisitos más altos de revelación de información y de gobierno corporativo. Sin embargo, los reguladores deberían también buscar eliminar los límites innecesarios sobre las opciones de inversión, o hacerlas más flexibles para permitir que los IIs premien las empresas con mejor gobierno corporativo, dentro de los límites de una regulación prudente para los IIs.

- En países donde los fondos de pensiones son relativamente pequeños, fragmentados, y ocupan una porción pequeña del mercado comparado con otros tipos de IIs, la flexibilización de las restricciones legales debe combinarse con medidas para fortalecer la regulación prudente de las alternativas de inversión y la educación para mejorar la capacidad de los fondos de pensiones para analizar los riesgos y las oportunidades de gobierno corporativo.
- **Formalizando y revelando las políticas de los inversionistas institucionales relacionadas con el gobierno corporativo de las empresas en las que invierten.** Los IIs deberían claramente formular sus políticas en cuanto al gobierno corporativo, incluyendo políticas y procedimientos establecidos para tomar en consideración el gobierno corporativo en las empresas en las que invierten. Tales políticas y su cumplimiento por parte de los IIs deberían ser comunicados al mercado y a potenciales clientes, y podrían tomar la forma de un código o directrices de gobierno corporativo, incluyendo códigos respaldados por un grupo más amplio de IIs. Tales códigos o lineamientos deberían ser monitoreados para asegurar su implementación, y también actualizados y mejorados cuando sea oportuno.
- **Ejerciendo los derechos de propiedad en compañías en cartera.** El marco legal y regulatorio debería asegurar que se facilite el ejercicio efectivo de los derechos de propiedad por los IIs. Cuando se invierte con una perspectiva de largo plazo, tales derechos de propiedad pueden ejercerse a múltiples niveles – contribuyendo al mejoramiento del funcionamiento de los directorios, fortaleciendo la responsabilidad de la administración principal, promoviendo la revelación y transparencia de la información, e incentivando al mercado en general a premiar las empresas con mejor gobierno corporativo y sancionar las que son mal gobernadas.

- **Votando en Juntas Generales de Accionistas.** La capacidad de los IIs para asistir a las Juntas Generales de Accionistas (JGA) y para votar de manera informada depende del marco legal que les dé a los inversionistas el aviso necesario, la agenda, y otra información relevante con suficiente antelación. Por lo tanto, restricciones no necesarias, que desincentivan o impiden que los accionistas voten, deberían ser eliminadas, y debería haber reglamentos que aseguren que accionistas nacionales y extranjeros puedan asistir a la JGA y votar por delegados o a través de comunicaciones electrónicas. Siguiendo esta tendencia, hay una expectativa creciente que los IIs, quienes muchas veces son los accionistas minoritarios más sofisticados y organizados en las empresas, deberían ser los líderes, al actuar en forma ejemplar y ejercer responsablemente su derecho para beneficio de todos los accionistas. Los IIs también deberían desarrollar y públicamente revelar sus políticas y procedimientos en cuanto al uso de sus derechos de voto, lo cual puede tomar la forma de un resumen anual de sus registros de votación junto con su registro completo de votación en casos importantes, incluyendo votos emitidos a favor o en contra de las recomendaciones de la administración de la empresa. En casos en que los IIs no han votado o no pudieron emitir su voto, deberían revelar las razones.
- **Incentivando la comunicación entre los IIs y las empresas en las que invierten.** Los IIs deberían tomar medidas para entrar en diálogo con las empresas en las que invierten sobre temas que les concierne relacionados con las prácticas de gobierno corporativo de la sociedad. Al mismo tiempo, los reguladores deberían asegurar que haya reglamentos apropiados establecidos para proteger el principio de acceso igualitario a la información, para asegurar que los IIs con una intervención más activa no estén recibiendo información material no-pública antes que otros accionistas.
- **Incentivando la comunicación entre varios IIs.** El marco legal y regulatorio debería permitir e incluso incentivar la comunicación entre los IIs que invierten en la misma sociedad con el fin de apoyar colectivamente las mejoras en el gobierno corporativo de manera que se protejan los derechos de todos los accionistas minoritarios. Esta comunicación quedará sujeta a restricciones para dar por seguro que no haya manipulación de mercado y colusión durante los cambios en el control corporativo. La comunicación puede cubrir aspectos como la cooperación y coordinación de acciones al nombrar y elegir a miembros del directorio, al proponer ítems de agenda, y al sostener

conversaciones con la empresa en la que se invierte para mejorar su gobierno corporativo. Tal cooperación puede extenderse para incluir la incentivación de buenas prácticas dentro del mercado de forma más amplia.

- **Mejorando le funcionamiento de los directorios.** El marco legal y regulatorio debería establecer mecanismos para permitir a los IIs influir efectivamente en la composición de los directorios de las empresas en las que invierten. Los IIs podrían contribuir a mejorar el funcionamiento de los directorios, a través de métodos que incluyen la identificación de candidatos bien calificados para el directorio, el nombramiento y elección de directores independientes y no-ejecutivos, y el apoyo para la evaluación del desempeño de los directorios y de los directores.
- **Fortaleciendo la responsabilidad de la administración.** Los IIs deberían buscar fortalecer la responsabilidad de la administración principal en las empresas en las que invierten, por ejemplo, al persuadir y equipar al directorio para mejorar su supervisión de la administración, incentivando al directorio, entre otras cosas, a establecer indicadores de desempeño para la administración, y a monitorear el progreso hacia el cumplimiento de estos indicadores.
- **Abordando el gobierno corporativo propio de los IIs.** El marco legal y regulatorio debería proporcionar estándares avanzados de gobierno corporativo para los IIs, abordando como mínimo la responsabilidad de administradores de fondos hacia los beneficiarios del II, estableciendo la supervisión apropiada por parte del directorio/fideicomisarios sobre la administración, estableciendo mecanismos relevantes para manejar los conflictos de interés, alineando estructuras de honorarios a favor de decisiones de inversión basadas en su calidad en vez de incentivos que distorsionan y que favorecen la alta rotación de carteras de inversión, y también otros requisitos o incentivos que hacen que los administradores actúen de manera que no maximiza los retornos para los inversionistas. Los *Lineamientos para el Gobierno de Fondos de Pensiones de la OCDE*³ ofrecen recomendaciones más detalladas en este respecto. Para fondos de pensiones estatales, los *Lineamientos para el Gobierno*

³ *OECD Guidelines for Pension Fund Governance*. Documento no disponible en español.

*Corporativo de Empresas Estatales*⁴ también hacen recomendaciones relevantes.

- **Enajenar la inversión como última opción.** Si bien enajenar la inversión en empresas es un derecho fundamental, los IIs con políticas activas de inversión de largo plazo, motivados en parte por las alternativas limitadas disponibles en mercados ilíquidos, podrían contemplar la posibilidad de enajenar una inversión solamente como última opción. En situaciones en las que los esfuerzos de los IIs para incentivar a las empresas en las que invierten a enfrentar las preocupaciones relacionadas con el gobierno corporativo no hayan resultado en mejoras, una decisión de salir puede ser vista por el mercado como una señal que la empresa en la que se invierte no presta suficiente atención a la protección de los derechos de los inversionistas, lo cual puede enviar una señal más amplia que refuerza las reacciones negativas del mercado a las empresas que adoptan malas prácticas de gobierno corporativo.

Fortaleciendo las Fuerzas del Mercado

Este informe también identifica las recomendaciones destinadas a otros actores del mercado e incentivos dentro del mercado que pueden impactar la efectividad de los inversionistas institucionales en ejercer sus derechos como accionistas.

- **Asegurando la integridad de consejos externos.** Los IIs en la región a veces carecen de la capacidad y habilidad suficientes para efectivamente tomar en cuenta asuntos de gobierno corporativo en sus decisiones de inversión y sus prácticas de votación. Agencias locales e internacionales de clasificación de riesgo, servicios de asesoría en la votación por delegados y el gobierno corporativo pueden reforzar la capacidad de los IIs para poner en práctica sus políticas de inversión y gobierno corporativo. Sin embargo, los reguladores deberían asegurar que los mecanismos apropiados estén establecidos para abordar potenciales conflictos de interés y a la vez asegurar que no haya impedimentos en contra del establecimiento y funcionamiento de tales proveedores de servicios de asesoría para que apoyen a los IIs en sus decisiones relacionadas con el gobierno corporativo. La supervisión regulatoria podría ser necesaria para asegurar que haya requisitos

⁴ *OECD Guidelines on Corporate Governance of State-Owned Enterprises*. Documento no disponible en español.

establecidos para que tales agencias y proveedores de servicios de asesoría informen sobre su participación accionaria y sobre cómo manejan los conflictos de interés, incluyendo los pasos para asegurar la separación entre el análisis de clasificación y otros servicios de consultoría.

- **Influyendo en la percepción del gobierno corporativo en el mercado.** Los medios de comunicación tienen un papel para jugar en la cobertura informativa de temas relacionados con el gobierno corporativo, los que incluyen las perspectivas de los IIs sobre los éxitos y fracasos en este ámbito de las empresas en las que invierten. Los IIs que se han organizado en asociaciones en muchos casos han encontrado mayor efectividad en aumentar el conocimiento de temas del gobierno corporativo, y en apoyar estándares más altos de gobierno corporativo. Dado que los mecanismos legales/judiciales tradicionales disponibles para los inversionistas institucionales para que aborden el abuso de los derechos de los accionistas minoritarios muchas veces son lentos y poco fiables, los IIs podrían jugar un papel en establecer o incentivar el uso de mecanismos efectivos para la resolución de disputas, como el arbitraje.

CAPÍTULO 1

LA IMPORTANCIA DE LOS INVERSIONISTAS INSTITUCIONALES EN LA PROMOCIÓN DEL BUEN GOBIERNO

El Capítulo 1 describe la importancia del papel de los inversionistas institucionales en la promoción del buen gobierno corporativo de las empresas en las que invierten, particularmente en el contexto latinoamericano de propiedad concentrada y mercados frecuentemente ilíquidos. El capítulo hace referencia a las principales iniciativas, conclusiones y recomendaciones de consenso internacional, las cuales dan un punto de partida para la consideración latinoamericana de esta materia, e incluyen aquellas expuestas en el *“White Paper” sobre Gobierno Corporativo en América Latina* (2004), *Los Principios de Gobierno Corporativo de la OCDE* (2004), la *Declaración de Enfoque sobre el Gobierno Corporativo por las Instituciones de Desarrollo Financiero*⁵ (2007), la *Declaración de Principios de las Responsabilidades de Accionistas Institucionales*⁶ de la Red Internacional de Gobierno Corporativo (2007), y *Gobierno Corporativo y la Crisis Financiera: Conclusiones y Buenas Prácticas Emergentes para Mejorar la Implementación de los Principios*⁷ de la OCDE (2010).

⁵ *Corporate Governance Approach Statement by Development Finance Institutions*. Documento no disponible en español.

⁶ *Statement of Principles on Institutional Shareholder Responsibilities*. Documento no disponible en español.

⁷ *Corporate Governance and the Financial Crisis: Conclusions and Emerging Good Practices to Enhance Implementation of the Principles*. Documento no disponible en español.

La Mesa Redonda ha afirmado firmemente la importancia que los inversionistas institucionales (IIs) pueden tener en influenciar mejoras en el gobierno corporativo a nivel de políticas y de empresas, en particular dentro de un ambiente de propiedad concentrada, porque las mejoras en el gobierno corporativo tienen un impacto positivo en proteger los intereses de los accionistas minoritarios y en contribuir al mejor desempeño de las empresas y al mayor valor de sus acciones. Los IIs pueden servir como contrapeso informado a los accionistas controladores para asegurar que el directorio y la administración de la empresa no trabajen para intereses que no sean los de la empresa y sus accionistas como un todo. En el contexto latinoamericano, los diseñadores de políticas y los reguladores han priorizado particularmente el incentivar tal comportamiento por parte de los fondos de pensiones, porque en muchos casos los fondos administran ahorros obligatorios de una gran cantidad de cotizantes en cada país, y por tanto se considera que tienen el deber de servir los intereses del público y de ejercer vigilancia para proteger los beneficios futuros de los jubilados (la perspectiva de política pública y social). Adicionalmente, como generalmente se concentran en los mercados locales, estos fondos de pensiones también tienden a tener carteras relativamente pequeñas de empresas cotizadas, las cuales pueden prestarse con mayor facilidad a un compromiso más enfocado. Con baja liquidez en la mayoría de los mercados latinoamericanos, los fondos de pensiones tienen un interés de largo plazo en el mercado, lo que les da una razón igualmente fuerte para considerar las prácticas del gobierno corporativo como una forma de mejorar el valor de la empresa en un plazo más largo, apoyando estrategias de mayor plazo para el crecimiento de sus fondos (la perspectiva de responsabilidad fiduciaria hacia los beneficiarios del fondo).

Aparte de los fondos de pensiones, otros IIs han conocido los beneficios de integrar la supervisión de y el compromiso con el gobierno corporativo a sus estrategias de inversión, pero el marco regulatorio y de políticas ha tendido a darles un margen mayor a aquellos fondos para evaluar sus propios costos y beneficios relacionados con adoptar una estrategia de propiedad activa. Por ejemplo, un fondo de inversión que invierte en miles de empresas alrededor del mundo puede tener una mayor dificultad para asistir a juntas de accionistas y revisar activamente el gobierno corporativo de las empresas en las que invierten que un fondo local que se especializa en mercados locales e invierte en pocas sociedades. Por otro lado, empresas con carteras mucho más grandes pueden enfatizar su participación a través de votos por delegados y servicios de asesoría como una forma costo efectiva de asegurar que los temas de gobierno corporativo están siendo abordados en las empresas en las que invierten.

A pesar de varias historias de éxito sobre la “propiedad activa”, la Mesa Redonda ha notado que las prácticas reales no han alcanzado su potencial, ya que los IIs adoptan un papel pasivo con demasiada frecuencia y no logran ejercer sus derechos de propiedad de manera activa e informada. La importancia de este asunto fue subrayada en el 2004 durante la revisión de los *Principios de Gobierno Corporativo de la OCDE*, que concluyó que, “La eficacia y credibilidad de todo el sistema de gobierno corporativo y de la supervisión de la sociedad dependerá por tanto, en gran medida, de inversores institucionales capaces de ejercer, disponiendo de la información necesaria, sus derechos como accionistas, y de cumplir de forma eficaz sus funciones como propietarios en las compañías en las que invierten.”

A nivel global, la reciente crisis financiera ha reforzado el foco en si los inversionistas institucionales deberían haber hecho más y si deberían hacer más para monitorear las sociedades. El Comité de Gobierno Corporativo de la OCDE concluyó el 2010 una revisión de las lecciones de gobierno corporativo que surgieron de la crisis financiera, y desarrolló los aprendizajes y conclusiones claves para abordar las brechas en el gobierno corporativo que la crisis hizo aparentes. Una de las conclusiones claves de la OCDE fue que, “Los accionistas han tendido a ser reactivos en vez de proactivos, y pocas veces desafían a los directorios en suficiente número como para hacer alguna diferencia. El monitoreo inefectivo por parte de los accionistas se ha experimentado tanto en empresas con una tenencia amplia como en aquellas con la propiedad más concentrada. En algunas instancias, los accionistas han estado tan interesados en el corto plazismo como los administradores y los “traders”, así descuidando el efecto de las políticas excesivamente riesgosas.”¹

Para hacer un seguimiento de estas conclusiones, el Comité de Gobierno Corporativo decidió realizar una encuesta y revisión de pares de las prácticas de los países miembros de la OCDE durante 2011, lo que podría resultar en recomendaciones adicionales en esta área. Este informe ha servido como una de las referencias para el desarrollo de nuevos trabajos de la OCDE en este campo.

Las decisiones de los IIs sobre si jugar o no un papel activo e informado en el ejercicio de sus derechos de propiedad se basan en un cálculo económico para determinar si los beneficios sobrepasan los costos. Monitorear el mercado y compañías individuales, revisar sus políticas de gobierno corporativo, usar los servicios de asesoría de delegados, participar y votar en juntas de accionistas, y desafiar las decisiones de la administración corporativa y de los directorios, todos conllevan costos. En la medida que ciertos IIs son activos en la búsqueda del mejor gobierno corporativo en las empresas en las que invierten, mientras otros accionistas minoritarios se mantienen pasivos, hay también un problema de “free riding”, en el cual los inversionistas pasivos pueden beneficiarse del

compromiso de los inversionistas activos sin incurrir en los costos. No obstante, hay una cantidad suficiente de ejemplos - no sólo en América Latina sino también a nivel global, de IIs que obtienen recompensas positivas al jugar un papel activo y enfrentan consecuencias negativas al no jugar tal papel - como para argumentar un caso para los diseñadores de políticas y el sector privado para promover el compromiso activo de los inversionistas para asegurar buenas prácticas de gobierno corporativo.

1.1 El Consenso Actual: Recomendaciones del “White Paper” Sobre Gobierno Corporativo en América Latina, los Principios de Gobierno Corporativo de la OCDE, y otras Experiencias Globales

A pesar de que los contextos de los países individuales difieren, vale la pena notar que la Mesa Redonda ya ha logrado un consenso sobre varias recomendaciones claves dispuestas en su *White Paper*. Las recomendaciones relevantes son extraídas en el Recuadro 1.1:

Recuadro 1.1 Recomendaciones del White Paper para incentivar la emergencia de propietarios activos e informados [párrafos 32 – 42 extraídos del documento previo]

32. Las disposiciones legales que intentan proporcionar a los accionistas minoritarios la oportunidad de elegir directores, en la práctica debieran ser posibles.

33. Cuando la legislación dispone el nombramiento de director por votación proporcional, acumulativa u otros mecanismos para promover la participación de los accionistas minoritarios, los sistemas de votación deberían funcionar en la práctica en una forma que proporcione a los accionistas no controlantes, con una oportunidad real de lograr colectivamente una voz para influenciar la composición del directorio. Cuando el marco legal no incluye disposiciones que proporcionan a los accionistas minoritarios la oportunidad de influenciar en la composición del directorio, otros medios tales como requerimientos de inscribirse y de compromisos voluntarios entre accionistas para lograr una diversidad apropiada entre los miembros del directorio, podrían ser considerados.

34. Los Gobiernos, reguladores y beneficiarios deberían insistir que los fondos de pensión y otros propietarios institucionales, tengan los incentivos y estructuras de gobierno, para que los incentiven a ejercitar sus funciones de propietarios de una manera informada y efectiva.

35. El medio reglamentario correcto y las prácticas de buen gobierno corporativo incentivan a los inversionistas institucionales a: (1) tomar decisiones de inversión que tengan la intención de maximizar retornos para los accionistas; y (2) ejercitar en forma efectiva sus deberes fiduciarios como accionistas en las compañías en las cuales ellos

han invertido los fondos que les han sido confiados. El régimen reglamentario del sistema de pensiones y su sistema de supervisión, debería proporcionar a los administradores de fondos de pensiones, con los incentivos apropiados para maximizar los retornos de las inversiones del fondo. Las prioridades en esta área pueden variar de país en país, pero en cada caso, los creadores de política, reguladores y autoridades supervisoras, deberían estar vigilantes para proteger contra el potencial de conflictos de intereses de parte de los administradores del fondo, o de estructuras de honorarios que fijen hitos inapropiados, u otros aspectos del marco reglamentario, que ocasione que los administradores actúen de formas que no maximicen los retornos para los inversionistas.

36. De la misma manera, se necesita prestar atención especial a la administración de las inversiones de los bancos de desarrollo de propiedad del Estado (y sus contrapartes multilaterales, tales como la Corporación Financiera Internacional, la Corporación Interamericana de Inversiones, la Corporación Andina de Fomento, etc.) y los efectos de la asignación de financiamiento para gobierno controlada por el Estado. Mientras que la propiedad directa del Estado sobre la industria ha declinado, en diversos países los recursos canalizados por el Estado y por el financiamiento de bancos de desarrollo multilaterales, permanecen como importantes fuentes de financiamiento de largo plazo. Los gobiernos y los bancos de desarrollo multilaterales necesitan asegurarse que dichas fuentes de financiamiento y garantías insisten en los más altos estándares de gobernabilidad y transparencia que demanda el mercado de capitales. Las estrategias de co-inversión, donde entidades de los sectores público y privado invierten en los mismos términos, pueden proporcionar un mecanismo para asegurar un campo de juego nivelado, mientras que se incentiva la más amplia adopción de normas comunes de gobierno por los inversionistas institucionales de todos los tipos.

37. Las evaluaciones objetivas de prácticas de gobierno y transparencia debieran ser factorizadas en las decisiones de inversión de los bancos de propiedad del Estado y de los bancos de desarrollo multilaterales y afectar los precios. Los bancos de propiedad del Estado y los bancos de desarrollo multilaterales, debieran en consecuencia considerar políticas que reconozcan la mitigación del riesgo acordada por buenas prácticas de gobierno, por medio de mejorar progresivamente las condiciones de financiación para los clientes, según ellos vayan cumpliendo los objetivos de referencia señalados en los códigos nacionales o articulados en programas específicos de los bancos, o que sean desarrollados en programas desarrollados en forma colectiva.

38. Con el objetivo de incentivar la participación activa e informada de los accionistas, por parte de los fondos de pensiones y otros accionistas institucionales, deberían eliminarse las restricciones de están fuera de época y son innecesarias, sobre la capacidad de dichos inversionistas para ejercitar sus derechos de accionistas.

39. Los planes de fondos de pensiones, tanto los voluntarios privados y los obligatorios administrados en forma privada, son potencialmente el grupo más poderoso de inversionistas locales que tienen un interés en un buen gobierno corporativo. Dada la naturaleza obligatoria de alguno de los planes y la crítica función social que ellos desempeñan, los reguladores necesitan ser especialmente diligentes en el sentido que las compañías que emiten valores elegibles para inversión por parte de los fondos de pensiones, sean suficientemente transparentes y bien gobernadas.

40. Al mismo tiempo, los legisladores, reguladores y beneficiarios deberían reconocer que existe una falla en el gobierno y los reglamentos de los fondos de pensiones, que desincentivan la competencia en la administración de cartera (tal como los requerimientos que obligan explícita o implícitamente a imitar un índice a las carteras de los fondos), limita los incentivos para que los administradores de fondos coloquen un premio lo suficientemente alto sobre transparencia y gobierno. Una respuesta de política adecuada en dichas circunstancias (y una con la cual existe una cantidad de experiencias recientes en la región), puede ser modificar el régimen legal de inversión – esto es, permitiendo proporcionalmente mayores inversiones en compañías que cumplen cierto objetivo de gobierno corporativo y requerimientos de información.

41. *Los inversionistas institucionales que actúan como fiduciarios, deberían articular su planteamiento hacia el gobierno corporativo de sus prestatarios y sus políticas de acciones con derecho a voto que mantienen en dichas compañías, e informarlas sobre una base regular al público y a sus beneficiarios.*

42. Los inversionistas institucionales deberían proporcionar la mayor cantidad de detalles como sea posible, en la revelación a sus beneficiarios y al público, lo relativo a sus normas de gobierno corporativo para las compañías de cartera y sus políticas generales, concierne a la ejecución de derechos claves tales como los derechos de prelación y a prorrata (tag-along rights). La información sobre las prácticas de votación, debería fijar la evaluación de los costos y beneficios para los inversionistas institucionales, de participar activamente como un accionista en el gobierno corporativo y por ejemplo, identificar en qué tipos específicos de la agenda de la Asamblea General ejercería ordinariamente su voto. Los inversionistas institucionales deberían también informar los procesos y procedimientos que ellos tienen para tomar decisiones acerca de como ejercitar sus derechos de votación, incluyendo su confianza en servicios de asesoría de delegados y la cooperación con otros inversionistas institucionales para nombrar miembros del directorio. El propósito de ésta información, debiera ser el de proporcionar a los beneficiarios con una base adecuada sobre la cual hacer un juicio informado, acerca de si el inversionista institucional está tomando en cuenta los riesgos de un mal gobierno corporativo en compañías de cartera y, si el inversionista institucional toma la oportunidad de reducir riesgos y maximizar el retorno para los beneficiarios, por medio de participar activamente en el gobierno como un accionista.

Vale la pena notar que, como seguimiento de la recomendación contenida en el párrafo 36 del *White Paper* en el Recuadro 1 de arriba, Instituciones de Desarrollo Financiero han estado reuniéndose en forma periódica, con el involucramiento activo de muchas instituciones, entre ellas la Corporación Financiera Internacional (IFC por sus siglas en inglés), el Banco Africano del Desarrollo (AfDB por sus siglas en inglés), la Corporación Andina de Fomento (CAF), el Banco Europeo para la Reconstrucción y el Desarrollo (EBRD por sus siglas en inglés), la Corporación Interamericana de Inversiones (CII), el Banco Islámico de Desarrollo (IsDB por sus siglas en inglés), y el Programa de Financiamiento para el Desarrollo de los Países Bajos (FMO por sus siglas en

inglés), para promover el progreso en el gobierno corporativo a nivel global. Estas instituciones desarrollaron un planteamiento común en 2007 para promover un mejor gobierno corporativo (ver Recuadro 1.2), y desde entonces se han reunido anualmente para monitorear el progreso e intercambiar experiencias sobre cómo implementar este planteamiento efectivamente. El Banco de Desarrollo de Brasil (BNDES) también ha establecido políticas de gobierno corporativo para tomar en cuenta el buen gobierno corporativo en sus inversiones.

Recuadro 1.2. Extractos de la “Declaración de Enfoque sobre el Gobierno Corporativo por las Instituciones de Desarrollo Financiero”²

IV. El Por qué de una Declaración de Enfoque sobre el Gobierno Corporativo por parte de los IDF

Los IDF pueden ser líderes en la promoción de buenas prácticas de gobierno corporativo porque ponen énfasis en la sustentabilidad de su papel como proveedores de servicios financieros y de asesoría para empresas de mercados emergentes. El buen gobierno corporativo es un bien público y puede ser considerado un pilar del desarrollo económico sustentable a la par con buenas prácticas ambientales y sociales.

Tomando en cuenta los vínculos entre el buen gobierno corporativo y el acceso al capital, el desempeño de la empresa, y el desarrollo económico sustentable, mejorar las prácticas de gobierno corporativo ha pasado a ser un elemento importante de la misión de desarrollo de los IDF.

V. Declaración de Enfoque

Cada IDF que adopta esta Declaración de Enfoque se desempeñará a:

1. Desarrollar o adoptar directrices, políticas, o procedimientos en sus operaciones de “due diligence” y supervisión de inversiones; éstos podrían cubrir aspectos, tales como: el compromiso con el buen gobierno corporativo, los derechos y el trato equitativo de los accionistas, el papel de los interesados, la revelación y la transparencia, y la composición y las responsabilidades del Directorio.

2. Proporcionar o procurar entrenamiento sobre temas de gobierno corporativo para su personal de inversión y supervisión.

3. Incentivar a las sociedades donde invierte (ya sea directa o indirectamente) a observar los códigos locales de gobierno corporativo siguiendo el espíritu de las mejores prácticas internacionales. Involucrar a la administración y miembros del directorio de la sociedad en un diálogo para fomentar mejoras en aquellos casos en los que las prácticas de gobierno corporativo son débiles.

4. Promover el uso de estándares del reporte financiero reconocidos internacionalmente e incentivar a las empresas en las que invierte a adoptar o alinear

sus principios y prácticas de contabilidad con tales estándares.

5. Colaborar con otros IDF en forma continua, y cuando sea apropiado con sus socios, para avanzar aún más la causa del buen gobierno corporativo.

Desde que la Mesa Redonda adoptara el *White Paper* en 2003, la OCDE también ha emitido una versión revisada de los *Principios de Gobierno Corporativo de la OCDE (2004)*, que, seguido de una consulta global amplia que incluyó aportes de la Mesa Redonda Latinoamericana, proporcionó recomendaciones de refuerzo en apoyo de los marcos de gobierno corporativo que protegen y facilitan el ejercicio de los derechos de los accionistas (Capítulo II). Mientras los *Principios de la OCDE* “no pretenden prescribir un grado óptimo de participación activa por parte de los inversores”, de igual forma sugieren que tras considerar los costes y beneficios que puede generar el ejercicio de sus derechos de propiedad, es probable que numerosos inversores lleguen a la conclusión de que realizando un análisis razonable y ejerciendo sus derechos es posible obtener retorno y crecimiento positivos (Principio II.F).

Tal como en el *White Paper*, los *Principios de la OCDE* recomiendan que “inversores institucionales que actúen en calidad de fiduciarios deberán revelar sus políticas generales en materia de gobierno corporativo y de votación en lo relativo a sus inversiones” (Principio II.F.1).

Sin embargo, los *Principios de la OCDE* también van un paso más allá al hacer tres recomendaciones, las cuales no son abordadas por el *White Paper*:

1. **“Los inversores institucionales que actúen en calidad de fiduciarios deberán revelar el modo en que gestionan los conflictos de intereses que pudieran afectar al ejercicio de derechos de propiedad fundamentales relativos a sus inversiones” (Principio II.F.2).** Esta recomendación parece ser particularmente relevante en el contexto latinoamericano, dado que dice que los conflictos de interés “adquieren una gravedad particular cuando la institución fiduciaria es una sucursal o filial de otra institución financiera, y especialmente cuando se trata de un grupo financiero integrado”, lo cual ocurre con frecuencia en la región.
2. **“Todos los accionistas, incluidos los institucionales, deben tener la posibilidad de consultarse unos a otros en cuestiones que afecten a sus derechos fundamentales como accionistas, tal y como se definen en los Principios, únicamente sujetos a las excepciones**

establecidas para evitar abusos” (Principio II.G). Las anotaciones de *los Principios de la OCDE* declaran que los accionistas por sí solos posiblemente tengan un interés demasiado pequeño en la empresa como para que se amerite el costo de tomar acción o monitorear el desempeño. Aún cuando invierten recursos en tales actividades, otros también ganarían sin haber contribuido (en otras palabras, los “free riders” ganan los beneficios). Es posible que los inversionistas institucionales tengan políticas de diversificación de las inversiones para aminorar el riesgo, aumentando así la posibilidad de que a nivel individual, los costos de jugar un rol activo sean demasiado altos. Los *Principios de la OCDE* sugieren que, “Para superar esta asimetría, se deberá permitir a inversionistas institucionales, e incluso fomentar, la cooperación y la coordinación de sus acciones a la hora de nombrar a candidatos al Consejo y elegir a los miembros del mismo, incluir propuestas en el orden del día y mantener debates directos con la sociedad con vistas a mejorar su gobierno corporativo. En términos más generales, debería permitirse a los accionistas la posibilidad de comunicarse entre sí, sin necesidad de cumplir las formalidades de la solicitud del voto por representación.” Los *Principios de la OCDE* también advierten, sin embargo, que la cooperación entre inversores se puede utilizar para manipular los mercados y lograr el control sobre una compañía sin quedar sujeto a ninguna reglamentación en materia de OPAs o ley de competencia. Con respecto a lo anterior, dicen que en algunos países se limita o prohíbe que inversores institucionales puedan cooperar, o se realiza un estrecho seguimiento de los acuerdos entre accionistas. No obstante, sugiere que “si la cooperación no tiene por objeto temas relacionados con el control corporativo, ni entra en conflicto con cuestiones sobre la eficacia y imparcialidad en el mercado, pueden seguir obteniéndose los beneficios de una propiedad más efectiva. La necesidad de revelar las relaciones de cooperación entre inversores, sean o no institucionales, podría tener que ir acompañada de normas que impidan la venta de acciones durante un período determinado, con el fin de evitar la posibilidad de manipulación del mercado.”

3. **“El marco para el gobierno corporativo deberá complementarse con un planteamiento efectivo que prevea y promueva la disponibilidad de un análisis o de asesoramiento por parte de analistas, corredores, agencias de calificación y similares que pudieran ser de interés para los inversores a la hora de adoptar decisiones. Dichos analistas, corredores, agencias de calificación y similares deberán estar libres de posibles conflictos materiales de interés que pudieran comprometer la integridad de su análisis o**

asesoramiento” (Principio V.F). Las anotaciones de los Principios notan que aún cuando estos intermediarios pueden desempeñar un papel importante a la hora de proporcionar incentivos a los directorios de las sociedades para que apliquen prácticas de buen gobierno corporativo, la evidencia de que los conflictos de interés surgen con frecuencia y pueden afectar a la capacidad de juicio, ha suscitado cierta preocupación. “Esta situación puede producirse cuando la persona que presta el asesoramiento pretende prestar también otros servicios a la sociedad en cuestión, o cuando dicho proveedor tiene un interés material directo en la sociedad o en los competidores de la misma.” Las anotaciones sugieren que la experiencia adquirida en otros ámbitos indica que la solución preferida es la de exigir la revelación completa de los conflictos de interés, y de cómo la entidad ha decidido gestionarlos, incluyendo revelación de cómo la entidad está estructurando los incentivos a sus empleados con vistas a eliminar el posible conflicto de interés.

Las recomendaciones que se encuentran en los Capítulos 3 y 4 de *Fortaleciendo el Gobierno Corporativo Latinoamericano: El Papel de los Inversionistas Institucionales* integran las recomendaciones arriba mencionadas del *White Paper* de 2003 de la Mesa Redonda y de los *Principios de la OCDE* como políticas y prácticas que ya han adquirido un amplio consenso internacional. De todas maneras, esta publicación propone ir más allá, tomando en cuenta la experiencia de mejores prácticas tanto de América Latina como del resto del mundo, y las recomendaciones de una gama de inversionistas institucionales quienes tienen una reputación por promover la propiedad activa e informada.

A nivel global, se incluyen ejemplos del Sistema de Jubilación de Empleados Públicos de California (CalPERS por sus siglas en inglés) y de la Asociación de Seguros y Pensiones de Profesores – Fondo de Recursos Propios para la Jubilación de la Universidad (TIAA-CREF por sus siglas en inglés), los cuales han reconocido su rol de inversionistas de largo plazo y propietarios activos de sus compañías de cartera, y han asumido una responsabilidad para monitorear las actividades y promover las mejores prácticas en aquellas. CalPERS ha emitido sus “*Principios Centrales del Gobierno Corporativo Responsable*”⁸ que cubre varios temas, desde la independencia y los procesos del directorio a la integridad de la auditoría. Estos principios hacen un llamado para una política de un voto por una acción y para la adopción de un código de gobierno corporativo en cada mercado en el cual invierten. TIAA-CREF emitió

⁸ *Core Principles of Accountable Corporate Governance*, título original en inglés.

su “*Declaración de Política de Gobierno Corporativo*”⁹ junto con sus “*Lineamientos para la Votación por Delegado*”¹⁰.

CalPERS y TIIA-CREF reconocen que no hay un enfoque único para ejercer los derechos de propiedad, y que cada decisión de votación debiera ser considerada por separado y dentro de su contexto. Sin embargo, estos documentos ofrecen una serie de “benchmarks” y principios que guían tanto las inversiones de los fondos como también sus decisiones de propiedad, y pueden dar una descripción detallada de cómo votarían, probablemente, en varios temas. Usando sus Principios como guía, CalPERS ha publicado una “*lista negra*” de compañías que parecen tener un bajo desempeño en el mercado, con el fin de ejercer presión para promover cambios de gobierno corporativo y para aumentar el valor de sus acciones.

Asimismo, la Red Internacional De Gobierno Corporativo (ICGN por sus siglas en inglés) aprobó una “*Declaración de Principios de las Responsabilidades de Accionistas Institucionales*” en 2007. La ICGN reúne a algunos de los accionistas institucionales más grandes – se calcula que sus miembros tienen activos cuyo valor estimado excede los \$10 billones¹¹. La declaración establece la visión de la ICGN sobre las responsabilidades de los accionistas institucionales en relación a su rol externo como dueños de patrimonio de empresas, y también en relación a su gobierno interno. La declaración también afirma que “las instituciones que cumplan con los principios ampliados tendrán un derecho más fuerte a la confianza de sus beneficiarios finales y al ejercicio de los derechos de propiedad accionaria en nombre de aquellos beneficiarios.”

Los *Principios para la Inversión Responsable* de las Naciones Unidas (UNPRI por sus siglas en inglés)³ es una iniciativa apoyada por más de 800 instituciones de inversión de 45 países con activos agregados bajo su administración valorados en US\$22 billones. En estos principios, de destacan directrices voluntarias para empresas de inversión para abordar temas

⁹ *Policy Statement on Corporate Governance*, título original en inglés.

¹⁰ *Proxy Voting Guidelines*, título original en inglés.

¹¹ Este documento hace uso de la siguiente terminología para referirse a las sumas de dinero:

1,000,000 = un millón (M)

1,000,000,000 = mil millones (MM)

1,000,000,000,000 = un billón (un millón de millones)

ambientales, sociales, y de gobierno corporativo (ASG), basados en seis principios:

- Incorporar consideraciones de ASG a sus consideraciones de inversión;
- Adoptar una política de propiedad activa;
- Incentivar a empresas en las que invierten a revelar más sobre ASG;
- Reunirse como grupo y promover los UNPRI;
- Reconocer el poder de la colaboración de inversionistas;
- Informar sobre sus actividades.

Otro ejemplo de la auto-regulación de inversionistas institucionales es en el Reino Unido, donde el Comité de Accionistas Institucionales publicó su Código sobre las Responsabilidades de los Inversionistas Institucionales en el 2009, el cual, con algunos ajustes, sirvió como la base para el Código de Tutela del Reino Unido, que fue emitido por el Consejo de Divulgación Financiera¹² (FRC por sus siglas en inglés) del Reino Unido en julio de 2010.

El Código de Tutela del Reino Unido propone “aumentar la calidad de compromiso entre inversionistas institucionales y empresas, para ayudar a mejorar retornos de largo plazo a los accionistas y el ejercicio eficiente de las responsabilidades de gobierno corporativo a través del establecimiento de buenas prácticas en el compromiso con empresas a las cuales el FRC cree que los inversionistas instituciones deben aspirar.”¹⁴ Incentiva a las empresas de inversión a revelar voluntariamente en sus sitios Web el cómo están abordando las recomendaciones del código, lo que puede incluir: establecer su política de cómo cumplirán con sus responsabilidades; monitorear el desempeño de las empresas en las que invierten y, donde sea necesario, llevar a cabo un diálogo con ellas sobre una base regular; intervenir cuando sea necesario; evaluar el impacto de su compromiso; e informar a los clientes/beneficiarios. El informe del Consejo de Reporte Financiero sobre el código notó que la crisis financiera ha iniciado un debate más amplio en Europa sobre si se les debería requerir a los inversionistas institucionales revelar sus políticas a través de mecanismos de reporte llamados “cumplir o explicar.”

Varios otros países y organizaciones han emitido declaraciones para promover un rol activo para que los IIs adopten y promuevan buenas prácticas de gobierno corporativo en las empresas en las que invierten, entre ellos los lineamientos de buenas prácticas del Consejo Australiano de los Inversionistas de Pensiones¹³, el Código de Gobierno Corporativo Alemán para Empresas de

¹² Financial Reporting Council.

¹³ Australian Council of Superannuation Investors.

Administración de Activos¹⁴, Principios de Gobierno Corporativo de la Asociación de Fondos de Pensión¹⁵ (Japón), Manual de Gobierno Corporativo de Eumedion (los Países Bajos)¹⁶, las Políticas de Gobierno Corporativo del Consejo de Inversionistas Institucionales¹⁷ (EE.UU.), etc. Se ha hecho un intento de incorporar aspectos de esta experiencia a las recomendaciones de este informe. Se abordarán experiencias más específicas de inversionistas institucionales latinoamericanos en el próximo capítulo.

Notas

¹ Ver “Corporate Governance and the Financial Crisis: Conclusions and Emerging Good Practices to Enhance Implementation of the Principles” página 28, OCDE, 2010, disponible en www.oecd.org/daf/corporateaffairs .

² Para más información, ver http://www.ifc.org/ifcext/corporategovernance.nsf/Content/DFI_Statement .

³ Para más información, ver <http://www.unpri.org/> .

⁴ Para más información, ver <http://www.frc.org.uk/corporate/investorgovernance.cfm> .

¹⁴ German Corporate Governance Code for Asset Management Companies.

¹⁵ Pension Fund Association Corporate Governance Principles.

¹⁶ Eumedion Corporate Governance Handbook.

¹⁷ Council of Institutional Investors’ Corporate Governance Policies.

CAPÍTULO 2

EL CONTEXTO LATINOAMERICANO: CARACTERÍSTICAS DEL MERCADO Y DE LOS INVERSIONISTAS INSTITUCIONALES

El Capítulo 2 hace una revisión de las características del mercado y de los inversionistas institucionales (IIs) latinoamericanos para establecer el contexto para su rol en el gobierno corporativo. Hace un seguimiento de los desarrollos económicos y de mercado de capitales en América Latina en la última década, describiendo el tamaño, la liquidez, y el crecimiento de las economías de mercado latinoamericanos más grandes, y sus niveles relativamente bajos (con la excepción de Brasil) comparado con los países más desarrollados de la OCDE y varios otros mercados emergentes. El capítulo también describe el rol dominante de los fondos de pensiones entre los IIs en muchos países latinoamericanos, y las restricciones e incentivos que enfrentan al invertir en empresas cotizadas. El capítulo luego describe enfoques legales y regulatorios específicos que se han seguido en distintos países de América Latina para incentivar y permitir que los IIs ejerzan sus derechos de propiedad en forma responsable y promueven el buen gobierno corporativo en las sociedades en las que invierten, junto con barreras regulatorias, culturales, y de mercado que impiden que los IIs jueguen aquel papel.

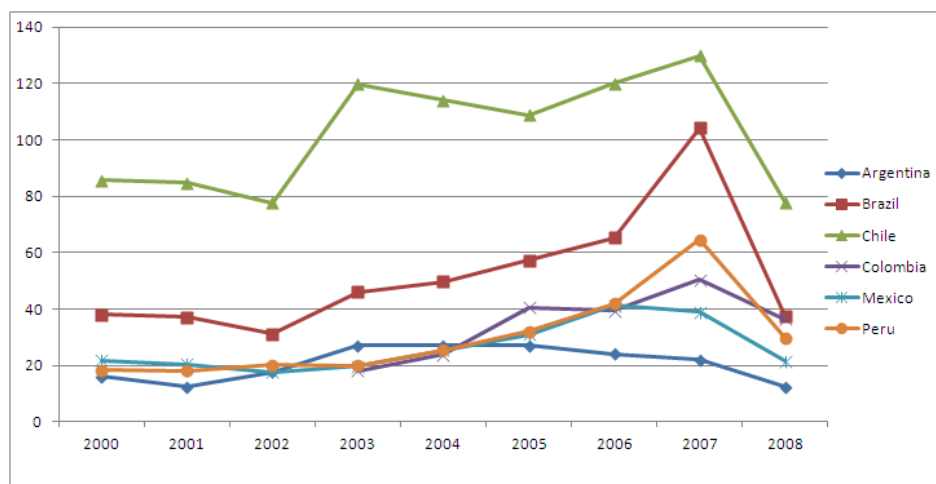
2.1 Desarrollos Económicos y del Mercado de Capitales en América Latina

Este informe fue desarrollado durante un período de crisis en los mercados financieros y accionarios, en el cual los mercados experimentaron bastante volatilidad. Los índices bursátiles bajaron fuertemente alrededor del mundo empezando en la segunda mitad del 2008, incluso en América Latina. Aún cuando ha habido una fuerte recuperación en el valor de las acciones en el 2009, el mercado de las OPA en América Latina siguió siendo débil comparado con su comportamiento a mediados de la década. Tenencias de fondos de pensiones y fondos de inversión experimentaron una correspondiente baja en valor durante la contracción, lo que generó algo de presión para mover activos desde fondos accionarios a estrategias más conservadoras de inversión como la inversión en bonos y otros instrumentos de deuda del gobierno. Puede también haber mayor presión para imponer restricciones regulatorias destinadas a minimizar el riesgo de tales pérdidas en el futuro.

Información previa, recolectada para esta revisión hasta 2007 inclusive, muestra un patrón de crecimiento constante y estable en América Latina en un período de cinco años. Los mercados de distintos países han crecido a velocidades diferentes, con algunos, como Argentina, relativamente estancados, y otros, particularmente Brasil pero también Chile, Colombia, México y Perú, mostrando incrementos recientes bastante grandes. Si bien, estos datos no reflejan las pérdidas sustanciales más recientes en el mercado y el subsiguiente rebote, de todas maneras ofrecen una buena perspectiva sobre la estructura y características globales del mercado de países claves en América Latina, y sobre el rol de distintos tipos de inversionistas instituciones en los mercados accionarios latinoamericanos.

La mayoría de los mercados accionarios se habían estado expandiendo más rápidamente que el Producto Interno Bruto (PIB) de sus economías globales, durante esta década hasta 2007 inclusive (Figura 2.1 abajo), y experimentaron una baja considerable en 2008. El mercado de Brasil ha sido el mercado accionario latinoamericano más dinámico, aunque también se ha desacelerado fuertemente. En 2009, BM&FBOVESPA informó 15 nuevas aperturas y 4 nuevas aperturas en 2008, comparado con 64 en 2007, 26 en 2006, 9 en 2005 y 7 en 2004. En términos de valor, el volumen total de las colocaciones accionarias (primarias y secundarias) creció de US\$10.9 mil millones en 2005 a US\$16.2 mil millones en 2006, alcanzando US\$41.9 mil millones en 2007. Esta cifra bajó a US\$25.7 mil millones en 2008 pero creció nuevamente, llegando a US\$41 mil millones en 2009.

Figura 2.1. Capitalización de mercado como % del PIB para una selección de países latinoamericanos (2000-2008)



Fuente: La Significancia de las Bolsas en la Economía Nacional¹⁸, Federación Mundial de Bolsas

Mientras Brasil y México, la primera y segunda economías más grandes de la región tienen las dos bolsas más grandes, Chile tenía el más alto ratio de capitalización de mercado como porcentaje de PIB – 124% en 2007, que bajó a alrededor de 80% en 2008. El tamaño del mercado en relación al PIB en Chile es bastante mayor que los estándares de América Latina, y es comparable con la mayor parte de los mercados desarrollados del mundo.

Aún cuando el crecimiento global de los mercados accionarios de estos países fue positivo en el período antes de la crisis financiera, sigue habiendo una preocupación importante, que en alguna medida se exagera por la crisis, de que, salvo Brasil, los mercados no han desarrollado suficientes niveles de liquidez como para sostener un mercado saludable para inversionistas, entre ellos los inversionistas institucionales. La Tabla 2.1 ofrece un conjunto más amplio de indicadores contra los que se puede evaluar la actividad reciente en el mercado. En ella aparece claramente la baja dramática en los valores accionarios durante 2008 tanto en América Latina como en otros mercados, mientras también ha habido una actividad limitada de OPAs en la mayoría de los mercados.

¹⁸ “Stock Market’s Significance in the National Economy.”

Tabla 2.1. Capitalización del mercado local, valor de acciones locales transadas, cantidad de empresas locales cotizadas y OPAs

	Cap Mercado USD MM (2009)	Cap Mercado USD MM (2008)	Valor Transado USD MM (2009)	Valor Transado como % de Cap Mercado 2009	Empresas Cotizadas 2009	Cambio en cantidad de emp cotizadas comparado con 2008
Argentina	45.7	39.8	1.5	3.28%	101	-11.0
Brasil	1 337.2	592	623.3	46.61%	377	-6.0
Chile	230.7	131.8	38.1	16.51%	232	-3.0
Colombia	137.3	87.7	18.6	13.55%	87	0.0
México	352.	234	74.5	21.16%	125	0.0
Perú	71.7	37.9	3.4	4.74%	195	-6.0
Australia	1 262.	683.9	889.3	70.47%	1882	-42.0
India	1 306.5	647.2	263.3	20.15%	4955	34.0
España	1 434.5	948.3	1 502.6	104.75%	3435	-101.0
Tailandia	176.9	103.1	126.1	71.28%	535	10.0
Turquía	234.	118.3	301.1	128.68%	315	-2.0
RU	2 796.4	1 868.1	2 342.8	83.78%	2179	-236.0
EEUU^a	15 077.4	11 458.0	42 209.9	279.95%	4401	126.0

a) Datos agregados de NASDAQ y NYSE.

Fuente: Federación Mundial de Bolsas y Federación Iberoamericana de Bolsas

La liquidez del mercado en América Latina es relativamente baja en comparación con mercados más desarrollados de la OCDE y con muchos mercados emergentes. Por ejemplo, en 2009 el valor transado como porcentaje del PIB fue mucho más alto en Tailandia (71%) y Turquía (128%) que incluso el 47% del país líder en América Latina, Brasil. América Latina también salió bastante peor comparada con países de la OCDE como España (104%), el RU (84%) y los EEUU (280%). Estos porcentajes subieron en forma significativa en todos los países en 2008 como resultado de la crisis financiera, cuando el volumen transado aumentó dramáticamente, pero, como queda en evidencia en la Tabla 2.1 arriba, el valor transado en todos los países latinoamericanos salvo Brasil fue considerablemente más bajo que en la mayoría de los otros países incluidos en la tabla. La alta concentración de propiedad y bajos niveles de liquidez dejan a los IIs con opciones de inversión relativamente limitadas, en cuanto a la cantidad de empresas en el mercado y el monto y la clase de acciones en las que invertir. Adicionalmente, el conjunto de compañías en las que el regulador permite que las Administradoras de Fondos de Pensiones (AFP) inviertan es incluso más limitado. Esto limita la competencia entre inversionistas institucionales por compañías en las que invertir, lo que frecuentemente resulta en la replicación de carteras entre fondos de pensiones,

reduce las oportunidades para salir de la inversión, y aumenta la vulnerabilidad a las crisis financieras. Por lo tanto, los IIs de largo plazo, como las AFP, han orientado fuertemente sus carteras hacia la deuda gubernamental y corporativa, dado que los mercados de bonos también han sido “complacientes” en cuanto a su desempeño.

Asimismo, se han identificado debilidades o vulnerabilidades adicionales en el funcionamiento de los mercados latinoamericanos en relación a la estructura global del mercado. Con relativamente pocas empresas cotizadas y baja liquidez, hay menos disposición por parte del mercado para pagar los servicios de gobierno corporativo, como son los servicios de votación por mandato y servicios de agencias de clasificación que toman en cuenta el gobierno corporativo como parte de sus criterios para calificar las empresas. Al mismo tiempo, en mercados más desarrollados, algunas agencias de clasificación han llegado a ser el blanco de críticas en algunos casos por tener conflictos de interés relacionados con proveer servicios de consultoría a empresas cuando al mismo tiempo están clasificándolas. Esto ha resultado en llamados más fuertes para que se tome medidas para asegurar o requerir que tales servicios revelen su participación propietaria, los potenciales conflictos de interés que puedan tener, y cómo están abordando tales conflictos. En América Latina, por haber relativamente poca demanda para estos servicios, la mayoría de los reguladores no se han enfocado en ni tampoco han establecido requerimientos destinados a minimizar tales conflictos de interés en sus prácticas.

2.2 Características de los inversionistas institucionales en los Mercados Latinoamericanos

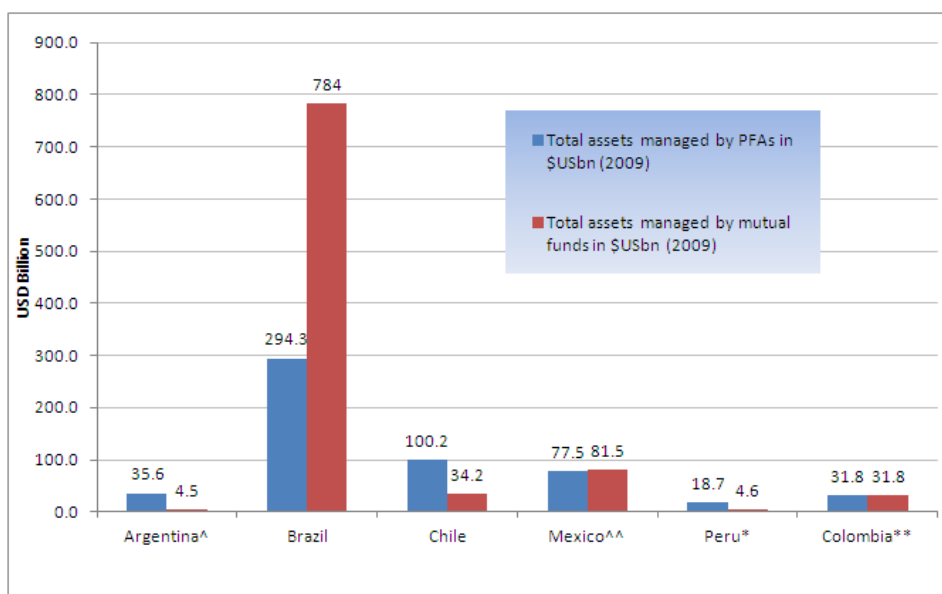
A pesar de estos límites en las oportunidades de inversión y otras debilidades en el desarrollo de los mercados de capitales en América Latina, los inversionistas institucionales sin duda han estado jugando un papel en el crecimiento del mercado bursátil, siendo los accionistas minoritarios más grandes e influyentes de muchas empresas cotizadas. El *White Paper* notó la importancia particular de los fondos de pensiones en América Latina en su capítulo sobre características regionales claves:

“El grupo de inversionistas institucionales que en forma típica soporta el mayor peso en la región, son los fondos de pensión administrados en forma privada. El grado hasta en el cual los administradores de los fondos de pensiones, visualizan promover la transparencia y el gobierno corporativo como parte de sus mandatos para maximizar retornos para sus clientes, será una determinante importante para el paso de mejoras en los años venideros. Pero el interés de maximizar los retornos para los inversores por parte de los administradores de

fondos, no puede ser tomado como dado. Que un administrador de fondos individual, tome un interés activo en el buen desempeño de las compañías prestatarias individuales, dependerá del conjunto de incentivos que enfrenta el administrador del fondo, incluyendo el marco reglamentario y el carácter y eficiencia del propio gobierno del fondo. El gobierno y la responsabilidad de los fondos de pensiones permanecen en consecuencia como una importante prioridad de política pública para la región.”

Efectivamente, las reformas del sistema de pensiones, que comenzaron en Chile en 1981 y continuaron en los años 90 con muchos otros países latinoamericanos, cambiando de un sistema público no contributivo a un sistema de cuentas individuales, han proporcionado una contribución significativa a los crecientes montos de inversión local. Los activos bajo administración de los fondos de pensiones en la región han crecido en un promedio de 16 por ciento anual desde 1999, alcanzando los US\$390 mil millones hacia finales del 2006¹. Estos fondos son los inversionistas institucionales más importantes en muchos países latinoamericanos (Figura 2.2 abajo). Brasil es la excepción más importante, donde los fondos mutuos tienen una participación mucho más grande, y en menor medida, Colombia es un caso similar.

Figura 2.2. Activos bajo administración de las AFP y fondos mutuos



Fuente de datos de las AFP: Asociación Internacional de Organismos de Supervisión de Fondos de Pensiones, AIOS- junio 2009. Cifras de Brasil para diciembre de 2009 dadas por IBGC.

Fuente de datos de los fondos mutuos: 2009 Investment Company Factbook, ICI (www.ici.org).

^Argentina: Datos de los fondos de pensiones dados por la Comisión Nacional de Valores (CNV) de Argentina para diciembre 2009.

^^México: Datos sobre fondos mutuos a septiembre de 2009.

*Perú: Cifras de los fondos mutuos se basan en estadísticas de CONASEV para diciembre de 2009 (al tipo de cambio de 31/12/2009).

**Colombia: Cifras de los fondos mutuos se basan en cifras de 2007 dadas por la Superfinanciera (solamente incluyen los fondos fiduciarios).

Diferentes marcos legales y regulatorios también tienen una influencia significativa en las actividades de los distintos inversionistas institucionales. Para asegurar una diversificación del riesgo y para proteger contra los efectos de potenciales desaceleraciones económicas, los fondos de pensiones latinoamericanos enfrentan límites reglamentarios que controlan cuánto de sus fondos pueden ser invertidos en acciones (lo que contrasta con los EEUU y el RU, donde tales límites no se han establecido – ver Tabla 2.2 abajo). Algunos países dan cuenta de límites variables sobre las cantidades que pueden invertirse en acciones, con porcentajes máximos distintos dependiendo de las estrategias de riesgo de los distintos fondos (e.g. “conservador” versus “agresivo”). A la vez, tiende a haber límites aún más estrictos sobre la inversión en valores extranjeros, debido a un objetivo de política pública que busca que los fondos locales apoyen directamente la economía local.

Tabla 2.2. Techos de cartera para las AFP por clase principal de activo en países latinoamericanos y de la OCDE

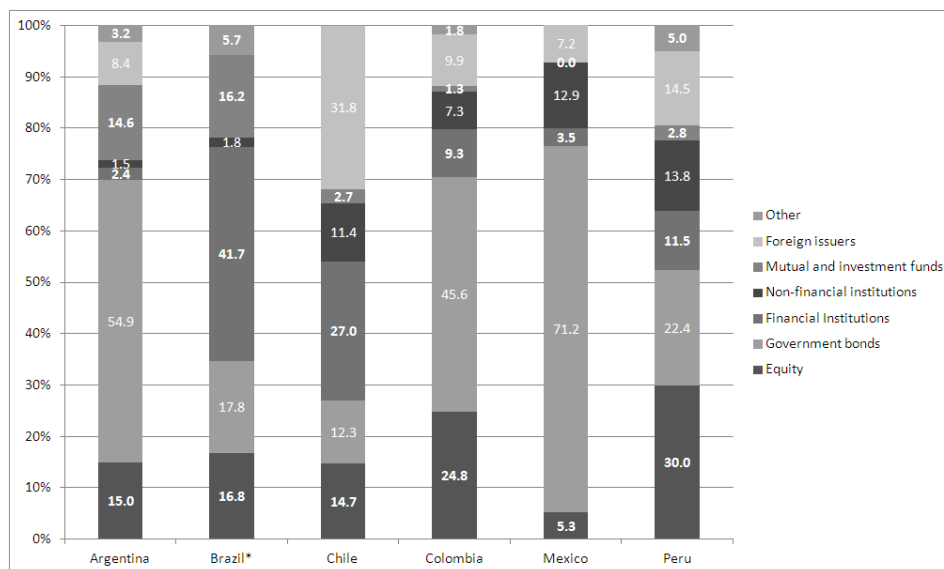
	Valores de gobierno	Instituciones financieras	Acciones	Bonos corporativos	Fondos de inversión	Valores extranjeros
Argentina	80 %	40 %	50 %	40 %	20 %	10 %
Brasil	No hay límite	20 %-80 %	35% - 50%	20 %-80 %	20 %-80 %	10 %
Chile	40 %-80 %	40 %-80 %	0 %-80 %	30 %-60 %	0 %-40 %	40 %
Colombia	50 %	30 %	40 %	30 %	5 %	40 %
México	No hay	10 %	15 %	5 %- No hay límite	-	20 %
Perú	30 %	40 %	10% - 80%	40 %	15 %	10.5 %
RU	No hay límite	No hay límite	No hay límite	No hay límite	No hay límite	No hay límite
EE.UU.	No hay límite	No hay límite	No hay límite	No hay límite	No hay límite	No hay límite

Fuente: OCDE, 2008 e informes países.

Los límites sobre las inversiones en valores extranjeros y la baja liquidez en los mercados latinoamericanos han contribuido a lo que los chilenos y brasileños llaman ‘el efecto manada’, que significa que las administradoras de fondos de pensiones terminan estructurando carteras casi idénticas entre sí, debido a la oferta limitada de acciones en el mercado local y también a los límites de inversión establecidos por el regulador. Las administradoras de fondos de pensiones tienen la tendencia de replicar la cartera “promedio”, la cual muchas veces se basa en un seguimiento de las prácticas de una o varias de las administradoras de fondos de pensiones más grandes. En Chile y Perú, este efecto también es causado por un requisito de rentabilidad mínima, que ha inducido a los fondos de pensiones a elegir carteras similares.

Dentro de este marco de límites, un porcentaje significativo de las carteras de los fondos de pensiones está siendo invertido en mercados accionarios, siendo Perú el líder de todos los países latinoamericanos con 30%, y México al lado opuesto de la escala con aproximadamente 5.3% de sus fondos de pensiones invertidos en acciones locales. Aún cuando en varios casos los bonos de gobierno son la categoría de inversión más grande de los fondos de pensiones, las acciones son frecuentemente la segunda categoría más grande. (Ver Figura 2.3 abajo).

Figura 2.3. Composición de Carteras de las AFP (2009)



Fuente: AIOS y Previdencia Social- para Brasil.

*Nota: Todas las figuras se basan en cifras de fin de 2009, salvo Argentina que se basa en datos de 2007 y Brasil que se basa en junio de 2008. Las acciones para Brasil incluyen locales y extranjeros.

Datos sobre **carteras de inversión de fondos mutuos** y porcentajes invertidos en acciones no estaban disponibles en todos los países, pero México dio cuenta de que US\$10.5 mil millones (14 por ciento) de sus US\$75 mil millones estaban invertidos en acciones, mientras cerca de 19 por ciento de los US\$615 mil millones en fondos mutuos de Brasil estaban invertidos en acciones. En Argentina, donde los fondos mutuos pueden invertir hasta un 25% de sus activos en acciones extranjeras, el uso de los CEDEAR (Certificados de Depósito Argentino) y los acuerdos internacionales (e.g. aquellos del Mercosur) permiten que las inversiones en tales instrumentos y en tales mercados sean consideradas inversiones en acciones locales. Como resultado, muchos fondos mutuos tienden a invertir en empresas brasileñas (mientras los fondos mutuos brasileños invierten porcentajes mucho más pequeños de sus carteras en acciones de su propio país).

Esta publicación no ofrece datos comparables sobre el tamaño de otros inversionistas institucionales, tales como compañías de seguros, instituciones financieras, y capital privado (“private equity”), porque por lo general, su influencia sobre el gobierno corporativo de empresas cotizadas es mucho menos importante, ya que su inversión en mercados accionarios tiende a ser mucho más pequeña que la de los fondos mutuos y especialmente la de los fondos de pensiones.

Una excepción notable que se menciona en los informes país tiene que ver con el **rol creciente de capital privado** en México y Brasil, que es particularmente relevante al ayudar a preparar a empresas cerradas a adoptar medidas, las que incluyen mejoras en el gobierno corporativo. En Brasil, las inversiones en capital privado, en algunos casos concentrada en traer empresas cerradas al mercado a través de mejoras en el gobierno corporativo, habían crecido de US\$5.6 mil millones a fines de 2004 a US\$16.7 mil millones en julio de 2007. En México, inversiones en capital privado crecieron de US\$ 1 mil millón en el año 2000 a US\$8 mil millones en 2007. Sin embargo, en general estos montos siguen siendo bastante pequeños comparados con el tamaño de inversiones de fondos mutuos y fondos de pensiones en empresas latinoamericanas.

Adicionalmente, los participantes en la Mesa Redonda de Argentina y otros mercados más pequeños y menos líquidos como en Centroamérica sugirieron la posibilidad de que los **bancos jueguen un papel más grande y complementario** a otros inversionistas institucionales para influir en el

gobierno corporativo a través de su revisión de las prácticas de gobierno corporativo como parte de sus procesos de colocaciones. El rol de las instituciones financieras en América Latina y su impacto en el gobierno corporativo está atrayendo una atención creciente en la región, e incluso fue discutido como tema en la reunión de 2009 de la Mesa Redonda. Sin embargo, dado el rol predominante de los fondos de pensiones y los fondos mutuos entre los inversionistas institucionales en América Latina, este informe ha elegido concentrarse mayormente en estos dos tipos de inversionistas para su análisis y recomendaciones.

Otro tema que se vuelve cada vez más prominente en América Latina tiene que ver con el papel del estado – por ejemplo como dueño de fondos soberanos, fondos de pensiones y empresas estatales, y la influencia del estado sobre el gobierno corporativo a través de estos variados canales potenciales de inversión. Los *Lineamientos para el Gobierno Corporativo de Empresas Estatales* de la OCDE ofrece orientación relevante en este aspecto, pero el tema es complejo y merece atención adicional. Es posible que la Mesa Redonda quiera considerar prestar atención adicional al rol tanto de las instituciones financieras como del estado en el gobierno corporativo, ya que estos temas no pudieron abordarse dentro del alcance de este informe.

2.3 Superando Barreras que Impiden la Influencia Positiva de los IIs en el Gobierno Corporativo en América Latina

Los países latinoamericanos han tomado distintos marcos legales y regulatorios para enfrentar la pregunta de cómo mejor incentivar y permitir que los IIs ejerzan responsablemente sus derechos de propiedad y promueven el buen gobierno corporativo en las sociedades en las que invierten. Sin embargo, sigue habiendo muchas barreras regulatorias, culturales, y de mercado que impiden que los IIs jueguen aquel papel. Abajo se presenta una revisión rápida de algunos puntos destacados de los marcos legales, junto con referencias a las recomendaciones relevantes contenidas en el siguiente capítulo de esta publicación.

2.3.1 Relajando los límites regulatorios sobre la inversión en acciones

Los países en la región tienen establecidos distintos límites regulatorios sobre los montos que los fondos de pensiones pueden invertir en acciones, como se observa en la Tabla 2.2 arriba. Estos límites generalmente reflejan los puntos de vista del regulador sobre la regulación prudente de la industria y su interés en limitar los riesgos no necesarios para beneficiar a los beneficiarios de los fondos, el deseo de proteger e incentivar el desarrollo de mercados de capital

locales y para tomar en cuenta el nivel de sofisticación de los fondos para tomar decisiones de inversión por fuera de tales parámetros.

A los fondos de pensiones se les permite, en promedio, invertir hasta un 50% de sus fondos en acciones (Chile y Perú dan un umbral de hasta 80%), mientras que los límites para invertir en acciones extranjeras son generalmente mucho más bajos – un 10% en promedio (Chile y Colombia dan un umbral de hasta 40%). Básicamente, el regulador dirige a los fondos de pensiones para que inviertan en instrumentos más conservadores, que en algunos casos puede limitar la posibilidad que tienen los fondos para distinguir empresas que tengan un mejor gobierno corporativo e invertir en ellas a niveles más altos para premiarlas por sus mejores prácticas.

Dentro del marco de dichos límites, el planteamiento en Brasil ha buscado establecer incentivos para que los fondos de pensiones premien el buen gobierno corporativo a través del establecimiento de *límites variables sobre las inversiones en acciones*. Los reguladores brasileños permiten que las AFP inviertan hasta un 50% de su cartera en acciones de los tres segmentos de listado de gobierno corporativo de la bolsa, el Novo Mercado, donde se les requiere a las empresas comprometerse a estándares de gobierno corporativo que son más altos que aquellos requeridos por la ley. A estas AFP se les permite invertir solamente hasta un 35% de sus carteras en el segmento regular del mercado. Sin embargo, en 2007 la porción global de inversión de los fondos de pensiones en acciones fue, en promedio, sólo 20% (incluyendo las acciones extranjeras), bastante menos que los límites de 35% o 50%, lo cual no deja muy en claro si, en la práctica, estos incentivos están teniendo impacto. Esto sugiere que, como regla general, los límites regulatorios sobre la inversión en acciones deben ser revisados sobre una base regular, tomando en cuenta las realidades prácticas del mercado y analizando si los límites están logrando sus propósitos propuestos. No obstante, sigue siendo claro que los segmentos de listado de gobierno corporativo dan una señal importante de compromisos mayores con el gobierno corporativo a los cuales los inversionistas están respondiendo. De hecho, en el año 2007, las empresas que figuraban en los segmentos listados de gobierno corporativo de Novo Mercado habían tenido un mejor desempeño, en un orden de 25% en términos del valor de las acciones, que aquellos inscritos en otros segmentos del mercado.²

Por falta de un “benchmark” de gobierno corporativo estilo Novo Mercado, que permite que las empresas hagan compromisos vinculantes con estándares más altos que los legales, otros países no han seguido los pasos para ofrecer incentivos para que las AFP inviertan en empresas con mejor gobierno corporativo.

El enfoque más restrictivo en la regulación prudente, entre los seis países revisados, se encontró en México, donde no se les había permitido a los fondos de pensiones invertir en empresas individuales listadas en bolsa hasta hace muy poco. Antes de que se emitiera una nueva reglamentación en 2009, la única opción que los fondos de pensiones tenían para invertir en acciones era a través de instrumentos que replican los índices accionarios seleccionados. Una nueva reglamentación, emitida en julio de 2009 por la Comisión Nacional Bancaria y de Valores (CNBV) de México, permitió el establecimiento de nuevos fondos fiduciarios de inversión, llamados Certificados de Capital de Desarrollo (CKDes), regulados por la CNBV, que pueden invertir en empresas individuales, sean ellas cerradas o transadas públicamente. A los fondos de pensiones se les permite invertir hasta un 10% de sus carteras en CKDes, lo que les da una manera para distinguir entre empresas con buen gobierno corporativo y aquellas que no son tan bien gobernadas. A pesar de que los CKDes fueron establecidos principalmente como una forma de levantar capital para proyectos de infraestructura, esta nueva iniciativa efectivamente proporciona un instrumento para los inversionistas institucionales que potencialmente pudiera usarse para dirigir algunos de sus recursos hacia empresas con mejor gobierno corporativo. En febrero de 2010, la Comisión Nacional del Sistema de Ahorro para el Retiro (CONSAR) emitió una nueva reglamentación que permite que las AFP inviertan directamente en acciones, con un techo de 35% de su cartera para los fondos de mayor riesgo.

2.3.2 Requisitos para la propiedad activa

Por otro lado, varios países, entre ellos Chile, Colombia y Perú, han implementado un enfoque regulatorio más directo para imponer requisitos a los fondos de pensiones para que adopten medidas hacia la promoción de su rol de propietarios activos e informados.

Perú, cuyos fondos de pensiones han invertido la mayor porción de sus carteras en acciones, comparado con los demás países latinoamericanos, busca promover fondos de pensiones activos definiendo sus *deberes fiduciarios para requerir el activismo* (ver también Sección 3.5). Según el informe país de Perú, la ley requiere que las AFP “designen representantes de los fondos, quienes deben ejercer los derechos (y cumplir con los deberes) que se atribuyen a los valores en poder de las carteras de los fondos... [L]os representantes de los fondos defenderán los derechos de los fondos con independencia de los intereses de las AFP, cumplirán con las prácticas de gobierno corporativo y promoverán su adopción por parte de las empresas en las que invierten... [L]os representantes de los fondos deberían expresar sus puntos de vista sobre los temas discutidos, emitir sus votos, y asegurar que todo quede reflejado en las actas. Deberán informar el resultado de sus labores a la AFP... En la elección

de miembros del directorio, se les prohíbe a los representantes votar por candidatos quienes son accionistas, directores, administradores o empleados de una AFP³... Resolución N° 680 de la SBS...[requiere que las AFP] inviertan en aquellas empresas y fondos que siguen buenos principios de gobierno corporativo. Deben promover el buen gobierno corporativo en aquellas empresas y buenas prácticas de inversión... No hay reglas que requieren la revelación de sus políticas y prácticas con respecto al gobierno corporativo de las empresas en las que invierten.”

Un factor clave detrás de los pasos de estos IIs para ejercer activamente sus derechos de propiedad es el reconocimiento de que muchos fondos de pensiones en América Latina tienen un propósito social significativo y un deber de proteger los intereses de los ciudadanos, y particularmente, aquellos quienes cotizan en el sistema. Este reconocimiento también motiva a los fondos de pensiones a tomar un interés particular en mejorar sus mercados y economías locales para cumplir con esa función social (a través de los límites de inversión en deuda y acciones extranjeras). Sin embargo, este rol de los fondos de pensiones no debería subestimar la responsabilidad que tienen los IIs para maximizar, de una manera segura, los retornos para sus beneficiarios, los cuales en algunos casos pudieran venir de inversiones extranjeras, en vez de sólo enfocarse en el mercado local. Con evidencia considerable (no sólo la de América Latina misma) que el mejor gobierno corporativo aumenta de manera significativa el desempeño y el valor de las empresas, es razonable esperar que el enfoque de los fondos de pensiones y otros IIs en mejoras en el gobierno corporativo de las compañías en cartera proporcione mejores resultados tanto para sus beneficiarios como para sus respectivos países anfitriones.

Chile también ha tomado medidas para mandar la propiedad activa al *requerir que sus fondos de pensiones emitan su voto* sobre todos los asuntos en las juntas de accionistas (ver también Sección 3.5). Mientras este mandato ha asegurado que los inversionistas institucionales chilenos jueguen un rol activo, algunos analistas han reconocido una debilidad potencial en la ley, y es que los IIs pueden tener otros conflictos de interés. Por ejemplo, un accionista controlador de un II podría estar involucrado en una oferta de toma de control o en adquirir una participación significativa en una empresa en la que el II es dueño de acciones, y podría buscar el apoyo de los fondos de pensiones para acordar que las acciones se ofrezcan a un precio bajo, aún cuando a los afiliados del fondo les interese obtener el mayor precio posible por acción. En Chile, un fondo de pensiones no podría abstener en un caso tal.

Colombia adoptó un enfoque nuevo en el 2007, que requiere que los fondos de pensiones tomen en cuenta específicamente el gobierno corporativo en su análisis y sus decisiones de inversión, y divulguen la importancia que

asignan al gobierno corporativo en su proceso de decisiones de inversión (ver también Sección 3.2). Este enfoque se facilitó con la adopción reciente en Colombia de un código nacional de gobierno corporativo y un requisito que todas las empresas emitan informes anuales detallados de gobierno corporativo que revelen si están cumpliendo con las medidas del código y expliquen cómo lo hacen, mientras en casos de incumplimiento con las provisiones del código, una explicación es voluntaria. Similar a los fondos de pensiones, el marco regulatorio en Colombia, a través de la Circular 54, requiere que las administradoras de fondos mutuos consideren, dentro de sus políticas de inversión, la relevancia de los reglamentos de gobierno corporativo, y particularmente la adopción del código nacional por parte de los emisores correspondientes.

El enfoque de **Argentina** en cuanto a la influencia de los fondos de pensiones en el gobierno corporativo de las empresas, se ha transformado por la nacionalización de su sistema de pensiones, empezando en enero del 2009 (ver Secciones 3.8 y 3.10). Los fondos de pensiones administrados por privados, que invertían aproximadamente el 15% de sus fondos en el mercado accionario de Argentina, fueron transferidos bajo la administración estatal. El sistema público de fondos de pensiones, llamado Sistema Integrado de Pensiones Argentino (SIPA), estableció un Consejo del Fondo de Garantía de Sustentabilidad para monitorear sus recursos financieros. El Consejo está integrado por un representante de la Administración Nacional de la Seguridad Social (ANSES), uno de la Jefatura de Gabinete, dos de los jubilados, tres de los trabajadores, dos de asociaciones gremiales, dos de asociaciones bancarias, y dos del Congreso Nacional. También se ha establecido de forma separada una comisión de supervisión, y el Fondo además está sujeto a auditoría interna, control, y supervisión por parte de varios otros cuerpos internos de auditoría y supervisión del gobierno y del Congreso.

2.3.3 Permitiendo que los IIs participen y voten en las juntas de accionistas

Otra barrera que impide que los IIs ejerzan sus derechos de propiedad en forma responsable es la falta de leyes y reglamentaciones que permiten que los IIs ejerzan sus derechos de voto en la práctica. En particular, en las conversaciones de los grupos de trabajo nacionales llevadas a cabo en **Brasil** y **Chile**, una de las mayores preocupaciones mencionada por los inversionistas fue la necesidad de facilitar la participación de los accionistas en las juntas generales, ya sea a través de procedimientos fluidos de votos delegados, o a través de la participación directa. El ente regulatorio de **Brasil** (CVM) hace poco revisó los requisitos para intentar facilitar el uso de votos delegados y otras formas de participación de los accionistas, clarificando que la ley no requiere que un accionista, quien desea delegar sus poderes de voto a otros

representantes autorizados, tenga el documento de autorización con su firma notariada (ver Sección 3.5). En diciembre de 2009, CVM emitió la Instrucción 481, que proporciona un nuevo marco para la revelación de información y documentación relacionada con las juntas de accionistas y que busca incrementar y regular la participación de los inversionistas. “Online General Meetings”¹⁹, un sitio Web a través del cual los accionistas pueden participar en las juntas de las empresas en las que invierten sin tener que asistir a ellas en persona, anunció en septiembre del 2010 que 12 empresas en Brasil ya habían acordado usar este sistema innovador para permitir la votación remota en las Juntas Anuales de Accionistas. Se espera que los accionistas extranjeros, fondos de inversión, y accionistas se beneficien, dado que será más fácil y rápido establecer los poderes legales a favor de representantes locales, facilitando el estar representado en ubicaciones distantes.

Adicionalmente, las propuestas del CVM, implementadas a principios del 2010, también permiten el uso de blogs, sitios Web, y emisiones en línea de las juntas de accionistas. Aún cuando éstas son nuevas medidas y es demasiado pronto para saber qué tan ampliamente las empresas brasileñas vayan a adoptar estas prácticas, de todas maneras representan pasos importantes que facilitan la participación de los accionistas y varias empresas ya han demostrado un interés en adoptar algunas de estas medidas.

2.3.4 Coordinación del Apoyo de Accionistas Minoritarios para el Mejor Gobierno

La baja liquidez y la escasez de acciones invertibles han causado que los inversionistas de largo plazo, y sobre todo los fondos de pensiones, tengan carteras similares y por lo tanto sean dueños de acciones de las mismas empresas. Mientras esta similitud de carteras tiene la desventaja de no darles a los beneficiarios de pensiones un rango de alternativas y un mercado competitivo del cual elegir su plan de pensión, la realidad de tener relativamente pocas empresas cotizadas en las que invertir también presenta una oportunidad para los fondos de pensiones de tener un mayor impacto como accionistas minoritarios, al coordinar y unir sus votos para proseguir metas comunes.

Las anotaciones de los *Principios de la OCDE* dicen que a los accionistas se les debería permitir e incluso promover que consulten unos con otros, sujeto a las excepciones para evitar el abuso. El propósito de esta recomendación es de facilitar el ejercicio de los derechos del accionista al reducir el costo y aumentar

¹⁹ El nombre del sitio Web sólo se encuentra en inglés. Sería “Juntas Generales de Accionistas en Línea.”

la eficacia de la intervención del accionista, resolviendo, en parte, el problema de “free riding.” Sin embargo, muchos países miembros de la OCDE han tendido a enfocarse en varios asuntos donde la potencial para el abuso pudiera presentarse en forma preocupante, imponiendo requisitos de información en relación a la cooperación cuando la cooperación involucra la adquisición, tenencia, votación, o enajenación de los valores de una empresa. Particular relevancia se presenta en ofertas de adquisición, tomas de control (OPAs), requisitos de divulgación gatillados por el hecho de cruzar umbrales de tenencias significativas, uso de información privilegiada y divulgación interna.

En el contexto latinoamericano, sigue siendo importante abordar tales preocupaciones, sobre todo para inversionistas institucionales quienes pudiesen estar actuando concertadamente para tomar el control. Sin embargo, en la mayoría de los casos, el control está bien establecido por un accionista dominante o un grupo controlador, y se considera deseable la cooperación de los inversionistas institucionales desde la perspectiva de influir en las mejoras del gobierno corporativo, incluyendo, en particular, la elección de integrantes del directorio por accionistas minoritarios como un interés que contrapesa los accionistas controladores. En particular, en el caso de los fondos de pensiones, para los cuales los límites de inversión generalmente impiden el tomar el control de la propiedad, la preocupación de eludir las regulaciones de toma de control parecería ser menos significativa. Las acciones activas y coordinadas tomadas por los fondos de pensiones de **Perú** y **Chile** cuando eligen integrantes del directorio son un ejemplo positivo de este tipo de acción.

Otro planteamiento para la coordinación, que se enfoca más en asegurar que se respeten más generalmente los derechos de los accionistas, ocurre en **Brasil**, dirigido por la Asociación de Inversionistas del Mercado de Capitales (AMEC), una organización integrada por representantes de varias empresas independientes de administración de carteras y también por aquellos vinculados a instituciones financieras (ver Sección 4.3). AMEC fue establecido para representar los intereses de inversionistas de fondos como accionistas minoritarios. Sus integrantes han monitoreado transacciones del mercado y, por ejemplo, han solicitado información de los directorios y del departamento de relaciones con inversionistas de varias empresas cotizadas.

2.3.5 Desarrollando “benchmarks” claros de gobierno corporativo

Una preocupación común identificada por muchos de los grupos de trabajo de países, fue la falta de un “benchmark”, sistema de clasificación o plataforma objetiva bajo la cual empresas con mejor gobierno corporativo puedan clarificar sus estándares más altos para obtener una ventaja competitiva por sobre las que no son gobernadas tan bien, para entonces ser premiadas por el mercado. Los

segmentos de listado especiales del BM&FBovespa han emergido como el estándar objetivo de gobierno corporativo más exitosos de la región. Las compañías deciden cotizar en los segmentos de gobierno corporativo y entonces cumplen con estándares de gobierno corporativo más altos que aquellos prescritos por la ley, lo que les da un valor de mercado más alto, porque los inversionistas están dispuestos a pagar una prima por empresas con mejor gobierno corporativo. Los segmentos de listado de gobierno corporativo representaron aproximadamente el 64% de la capitalización total del mercado en BM&FBovespa a octubre de 2009. Asimismo, prácticamente todos los IPOs en Brasil se listan en uno de los tres segmentos de gobierno corporativo.

Códigos voluntarios de gobierno corporativo aplicados a través de un mecanismo de cumplir o explicar dictaminado por reglamento, también tienen el potencial de llegar a ser un estándar objetivo por el cual los IIs podrían tomar en cuenta las consideraciones de gobierno corporativo. Colombia, cuyo regulador hace poco decidió fortalecer los requisitos de información concerniente al cumplimiento con su código voluntario de gobierno corporativo, es interesante de observar por su requisito correspondiente que los fondos de pensiones tomen en cuenta el gobierno corporativo de las empresas en sus decisiones de inversión. En la actualidad, este tipo de códigos también existen en varios otros países latinoamericanos (Argentina, Panamá, Perú y México) con requisitos variados de divulgación. Chile no tiene requisitos de divulgación en cuanto a su código voluntario de gobierno corporativo. La capacidad de poner en práctica ha sido el desafío más importante, dado que los códigos son voluntarios y el grado de revelación que ocurre puede ser bastante dispar, lo que, para los inversionistas, dificulta su posibilidad de tener una buena base para comparar y para efectivamente pagar una prima por estas compañías que están implementando las recomendaciones del código.

2.3.6 Promoviendo prácticas exitosas para superar la resistencia cultural

En algunos países de la región, la propiedad activa es percibida por los IIs como un riesgo de demandas hechas por beneficiarios e inversionistas, ya que es posible que culpen estas estrategias activistas en el caso de que las inversiones accionarias no entreguen retornos suficientes. En este sentido, algunos administradores de IIs prefieren abstenerse de interferir en la administración o el directorio de las compañías en cartera, o incluso de votar en las juntas de accionistas, así reforzando una cultura de propiedad pasiva. Asimismo, las sanciones que pudieran resultar de un mal manejo por parte de las AFP podrían algunas veces disuadir a las administradoras de tener una cartera más grande de acciones, e incentivarlos a depender de instrumentos de renta fija “complacientes” con menor riesgo de incumplimiento, como son los bonos de gobierno. Sin embargo, dentro de un mercado competitivo por planes

de fondos de pensiones, esta práctica podría ser compensada en alguna medida a través de la divulgación clara, a los beneficiarios de los fondos de pensiones, del desempeño real y los riesgos que se asocian con sus ahorros de jubilación. A este respecto, la educación de los inversionistas sobre los beneficios del buen gobierno corporativo como una contribución a un valor de acciones más alto y un riesgo reducido podría ayudar a superar el comportamiento pasivo de los inversionistas.

Notas

- ¹ Ver las Perspectivas Económicas de América Latina, Capítulo 2, “Reforma de Pensiones, Mercados de Capitales, y Gobernabilidad Corporativa,” publicado por el Centro de Desarrollo de la OCDE.
- ² Guerra, Sandra, “*Brazil, the Virtuous Circle*”; *Governance*, September 2007 - Issue 167.
- ³ Artículo 94, Regulación del Texto Único Ordenado de la Ley del Sistema Privado de Administración de Fondos de Pensiones, promulgado por Decreto Supremo N° 004-98-EF, modificado por, Artículo 2, Decreto Supremo N ° 182-2003-EF, 12-12-2003.

CAPÍTULO 3

RECOMENDACIONES PARA FORTALECER LAS POLÍTICAS Y LAS BUENAS PRÁCTICAS

El Capítulo 3 establece recomendaciones y anotaciones sobre políticas y buenas prácticas para diseñadores de políticas y reguladores (**en negrita**) y para el sector privado (*en cursiva*) a lo largo de 11 sub-temas: 1) Incentivando el involucramiento más activo por parte de los inversionistas institucionales (IIs); 2) Distinguiendo las empresas con mejor gobierno corporativo para propósitos de inversión; 3) Formalizando y divulgando las políticas de los IIs relacionadas con el gobierno corporativo de las empresas en las que invierten; 4) Ejerciendo los derechos de propiedad en compañías en cartera; 5) Votando en las juntas generales de accionistas; 6) Incentivando la comunicación entre los IIs y las empresas en las que invierten; 7) Incentivando la comunicación entre distintos IIs; 8) Mejorando el funcionamiento de los directorios; 9) Fortaleciendo la responsabilidad de la administración; 10) Abordando los temas internos del gobierno corporativo de los IIs; y 11) Enajenando la inversión.

Una nota sobre las recomendaciones en los Capítulos 3 y 4:

Las recomendaciones abajo distinguen entre medidas de políticas como indica el **texto en negrita**, y recomendaciones prácticas de lo que los IIs (o compañías cuando sea relevante) deberían/podrían hacer, como se indica *en cursiva*.

3.1 Las políticas y buenas prácticas para incentivar un involucramiento más activo de los inversionistas institucionales (IIs) en promocionar el mejor gobierno corporativo

Los inversionistas institucionales podrían contribuir más eficaz y eficientemente a mejoras en el gobierno corporativo en América Latina a través de acciones a múltiples niveles: (i) por gobiernos, legisladores y agencias regulatorias (y en algunos casos, a través de requisitos de cotización en bolsas) a nivel de políticas; (ii) por asociaciones y otras organizaciones colectivas de IIs a nivel de la auto-regulación; (iii) por IIs individuales a nivel de sus prácticas reales; y (iv) por compañías que incentivan y permiten que sus inversionistas, entre ellos los IIs, actúen como propietarios responsables.

Las recomendaciones que siguen tratan específicamente de cómo los IIs pueden mejor y más activamente promover prácticas de gobierno corporativo en las empresas en las que invierten para crear valor para los accionistas. Sin embargo, algunas de las acciones recomendadas son posibles y costo efectivas en su implementación sólo si el marco legal, regulatorio y de políticas adecuado ha sido establecido. Esto requiere la atención de diseñadores de políticas para introducir medidas destinadas a crear las condiciones e incentivos apropiados para los IIs.

La mayor parte de las recomendaciones son generales y se aplican a todos los mercados de la región latinoamericana. Sin embargo, considerando las peculiaridades de cada país, tales como el tamaño y la importancia relativa de distintas categorías de IIs, el estado del marco legal y regulatorio, y la historia del involucramiento de los IIs en la promoción del mejor gobierno corporativo, esta publicación también ofrece algunas recomendaciones específicas para países individuales. El marco específico de un país también influirá en las distintas prioridades de reforma en cada mercado.

Cada país debe determinar qué tipo de intervención a nivel de políticas le hace más sentido desde su propia perspectiva, ya sea a través de

leyes, regulaciones del mercado de valores o acciones de agencias regulatorias para distintas categorías de IIs, o iniciativas auto-regulatorias. El involucramiento legal y regulatorio debería no sólo imponer requisitos adicionales sobre los IIs para que ejerzan sus derechos de propiedad, sino también habilitar e incentivar a los IIs para hacerlo en forma eficiente. Al hacerlo, los reguladores deberían considerar los costos y beneficios relacionados con establecer estándares más altos, deberían buscar minimizar los costos de implementación para que los beneficios a lograrse a través de la adopción de tales estándares sean mayores que los costos. Existe un debate activo en los mercados emergentes sobre este tema, y algunas de las experiencias de mercado más exitosas sugieren que estándares más altos pueden atraer mayor inversión, así aumentando los incentivos para que las empresas coticen. Sin embargo, si los nuevos requisitos y estándares llegasen a ser muy costosos de implementar, sin que haya una percepción de obtención de los beneficios correspondientes, los IIs y las empresas en las que invierten podrían verse desalentadas a mejorar su gobierno corporativo.

Cada país de la región necesita definir para sí mismo qué papel debería jugar el marco de políticas para contribuir a mejoras en el gobierno corporativo de sus empresas y mercados en general. El marco de políticas debería tomar en cuenta factores tales como: cuán avanzado es el marco legal y regulatorio en el país, cuán estrictas son las prácticas de fiscalización, la existencia y la participación de mercado de los IIs en la economía, y el nivel de desarrollo de los gobiernos corporativos y los mercados de capitales. Un marco legal y regulatorio que se caracteriza por mejores prácticas de fiscalización, la existencia de una industria de IIs relativamente grande y establecida, y un mercado activo en general en el país dado, probablemente llevará a los diseñadores de políticas a enfocarse, como mínimo, en eliminar cualquier barrera existente para entonces permitir que los IIs jueguen su papel apropiado. Aquellos países que tienen un marco menos desarrollado para las actividades de los IIs pueden alentar a los diseñadores de políticas a enfocar sus esfuerzos en no solamente eliminar las barreras sino también en considerar incentivos relevantes para estimular a los IIs a tomar los primeros pasos hacia un activismo en gobierno corporativo, o incluso mandar ciertas acciones por parte de los IIs para ejercer sus derechos en forma responsable. Los incentivos pueden materializarse en las siguientes formas: ofrecer incentivos tributarios para inversiones de mayor plazo hechas por IIs que toman un enfoque activo de propiedad; permitir que los IIs inviertan una mayor proporción de sus activos en empresas con mejor gobierno corporativo; desarrollar legislación/regulación facilitadora para permitir que los IIs y todos los demás accionistas accedan a la información necesaria de las empresas en las que potencialmente podrían

invertir; o apoyar iniciativas para promover el debate y educar a todas las partes interesadas en el papel de los IIs.

Las secciones siguientes siguen el camino típico de decisiones de inversión tomadas por los IIs e incluyen las recomendaciones relevantes de política, prácticas y específicas para países individuales. Las políticas y prácticas específicas para países individuales se citan como relevantes para contribuir a una comprensión más completa del contexto para estas recomendaciones.

3.2 Distinguiendo las empresas con mejor gobierno corporativo para propósitos de inversión

Consistente con las recomendaciones del White Paper sobre Gobierno Corporativo en América Latina (Recuadro 1.1, párrafos 36-37, 39), los legisladores y las agencias regulatorias en la región debieran tomar medidas para crear condiciones razonables para que los IIs incluyan, en forma razonable, el análisis de gobierno corporativo en sus procesos de evaluación de inversiones.

Este informe incorpora las recomendaciones del White Paper sobre Gobierno Corporativo en América Latina (Recuadro 1.1, párrafo 40) en cuanto a las soluciones específicas que los reguladores de cada país podrían idear para incentivar a los IIs, cuyas carteras están sujetas a limitaciones regulatorias, a distinguir empresas con mejor gobierno corporativo para la inversión, por ejemplo, restringiendo la inversión en empresas que no cumplen con los estándares mínimos de gobierno corporativo, o permitiendo inversiones proporcionalmente mayores en empresas que cumplen con ciertas condiciones más exigentes de gobierno corporativo y divulgación de información.

En Brasil, el marco regulatorio facilita el reconocimiento de mejor gobierno corporativo por parte de los IIs particularmente a través de los segmentos especiales de gobierno corporativo de los Niveles 1 y 2 del BM&FBovespa y de Novo Mercado, los cuales ofrecen el medio para que las empresas se comprometan a estándares de gobierno corporativo más altos que aquellos requeridos por la ley.

En Perú, la Resolución 680 de la SBS, requiere que las administradoras de fondos de pensiones inviertan en aquellas empresas y fondos que siguen buenos principios de gobierno corporativo y encarga que los fondos de pensiones promuevan buenas prácticas de gobierno corporativo y de inversión en las empresas en las que invierten. Además, las empresas que reúnen los requisitos para recibir inversión de los fondos de pensiones son aprobadas por el regulador

en base al tamaño y la liquidez de la empresa. El regulador de Perú podría tomar medidas para introducir parámetros objetivos de gobierno corporativo adicionales para la elegibilidad, los cuales podrían potencialmente ampliar el conjunto de empresas invertibles.

Manteniendo todo lo demás constante, los IIs debieran identificar y alocar una proporción más grande de sus carteras a empresas con mejor gobierno corporativo para salvaguardar sus inversiones e incentivar un mejor gobierno corporativo en empresas en las que potencialmente podrían invertir, ya que un mejor gobierno corporativo crea valor para todos los accionistas en el largo plazo. Para hacerlo, los IIs deberían integrar una evaluación de los riesgos y oportunidades de gobierno corporativo a su proceso global de 'due diligence' y al análisis de clientes potenciales.

Tal análisis, mientras útil para identificar mejores alternativas de inversión y para hacer inversiones menos riesgosas y probablemente más rentables, no siempre se justifica en términos económicos para cada II y para cada inversión. Para algunos IIs, este enfoque es una parte clave de su estrategia y filosofía de inversión. Para otros, este análisis puede jugar un rol más pequeño. En todos los casos, los inversionistas debieran estudiar el rango completo de factores que impactan el éxito potencial de sus inversiones. Sin embargo, como regla general, la atención que se da al gobierno corporativo antes de hacer la inversión mejora las posibilidades de que la inversión sea exitosa y que los IIs estén preparados para abordar cualquier tipo de requerimientos y oportunidades de gobierno corporativo que pudieran aparecer durante la vida de la inversión.

En Colombia, a los fondos de pensiones se les requiere evaluar el sistema de gobierno corporativo de cada emisor de acuerdo a estándares de gobierno corporativo y explicar cómo se ha tomado en cuenta esta evaluación en su proceso de inversión. Cada administrador de fondos ha adoptado sus propios criterios para evaluar el gobierno corporativo de la empresa en la que se invierte, y lo ha incorporado en sus modelos de análisis de inversión. Se requiere tomar en cuenta la clasificación producida por el nuevo modelo de análisis en la evaluación de los riesgos del emisor, y esta clasificación es asignada un peso específico al momento de alocar la cuota de inversión. Todas las administradoras de fondos tienen acceso a las respuestas sobre gobierno corporativo hechas por los emisores en la Encuesta Código País (Circular 028-07). *Sin embargo, este sistema se podría fortalecer aún más al establecer fechas límites anteriores para la entrega y la revelación de informes, para asegurar que los IIs tengan acceso oportuno a ellos para juntas de accionistas y decisiones de inversionistas.* Adicionalmente, algunos de ellos hacen un análisis adicional del gobierno corporativo de un cliente potencial basado en criterios desarrollado internamente, los cuales más comúnmente incluyen el

identificar si el emisor tiene códigos de buen gobierno corporativo, manuales de control interno y códigos de conducta; y considerando los resultados de la Encuesta Código País en las siguientes categorías: Junta General de Accionistas, Directorio, revelación de información, y resolución de disputas.

La capacidad de los IIs para analizar los riesgos y las oportunidades que se asocian con el gobierno corporativo como parte de sus criterios de inversión en muchos casos se ve limitada por un marco legal y regulatorio restrictivo, la baja liquidez de los valores de las empresas en las que potencialmente podrían invertir, y la capacidad que tienen los IIs para eficientemente llevar a cabo un análisis tal. En algunos países, códigos y cuestionarios voluntarios de gobierno corporativo, que siguen el formato de “cumplir o explicar”, representan un intento de incrementar la información sobre gobierno corporativo disponible en el mercado, pero estos esfuerzos no necesariamente ofrecen una base suficiente para que los IIs evalúen las prácticas de gobierno corporativo en las compañías informantes. No obstante, los marcos legales y regulatorios en América Latina deberían darles flexibilidad a los IIs en sus alternativas de inversión. Es posible que una legislación restrictiva impida la posibilidad que tienen los inversionistas de hacer una distinción basada entre otras cosas en diferencias de niveles de calidad de gobierno corporativo en las empresas en las que invierten. Los reguladores deberían buscar eliminar límites innecesarios en las alternativas de inversión, para permitir que los IIs premien las empresas con mejor gobierno corporativo dentro de los límites de una regulación prudente para los IIs.

En países donde los fondos de pensiones son relativamente pequeños, fragmentados, y donde representan una participación de mercado relativamente pequeña comparado con otros IIs, se debería combinar un relajamiento de las restricciones con medidas destinadas a fortalecer la regulación prudente de alternativas de inversión y educación para mejorar la capacidad de los fondos de pensiones para analizar los riesgos y oportunidades de gobierno corporativo y, en forma más general, sus decisiones comerciales.

En México, un cambio regulatorio reciente ha expandido las alternativas de inversión que están disponibles para los fondos de pensiones. Desde 2009, se les permite a los fondos de pensiones invertir hasta un 10% de sus carteras en fondos fiduciarios de inversión que pueden invertir en empresas individuales. Más recientemente, a principios de 2010, la Comisión Nacional del Sistema de Ahorro para el Retiro (CONSAR) de México permitió a los fondos de pensiones invertir directamente en acciones de empresas cotizadas en la Bolsa Mexicana de Valores (perteneciente a índices aprobados por la Bolsa). Actualmente, hay

un techo de hasta 35% que se permite ser invertido directamente en las acciones de empresas cotizadas para fondos de mayor riesgo disponibles para el segmento más joven de la población. Para el fondo más averso al riesgo, se prohíbe la inversión directa en acciones. Esto permite que, por primera vez, los fondos de pensiones inviertan en y premien directamente a las empresas individuales con buenas prácticas de gobierno corporativo.

Aún cuando estas medidas ofrecen una nueva flexibilidad que es bienvenida, será importante establecer medidas correspondientes para asegurar que los derechos y los intereses de los beneficiarios de los fondos de pensiones estén protegidos, por ejemplo, si, en el caso de los fondos más pequeños, haya una falta de capacidad para plenamente evaluar los riesgos que se asocian con las decisiones de inversión a nivel de una empresa individual. Por tanto, puede que el regulador considere tomar pasos para incrementar la capacidad del fondo para analizar tales opciones de inversión.

Actualmente, los fondos de capital privado en México tienden a jugar un rol más activo en la promoción de mejor gobierno corporativo en las empresas en las que invierten. Al analizar decisiones de inversión, estos fondos evalúan tanto a la administración como al directorio de las empresas en las que potencialmente podrían invertir. Normalmente adquieren intereses mayoritarios y nombran directores en los directorios, ejercen activamente sus derechos de propiedad y los incluyen en sus contratos de inversión y acuerdos de accionistas. La situación es similar en Brasil.

3.3 Formalizando y divulgando las políticas de los inversionistas institucionales en relación al gobierno corporativo de las empresas en las que invierten

Consistente con los Principios de Gobierno Corporativo de la OCDE y las recomendaciones del White Paper sobre Gobierno Corporativo en América Latina (Recuadro 1.1, párrafo 42), los IIs deberían claramente formular sus políticas concernientes al gobierno corporativo, incluyendo las políticas y procedimientos establecidos para tomar en consideración el gobierno corporativo de las empresas en las que invierten. Tales políticas, y el cumplimiento de ellas por parte de los IIs, se deberían comunicar al mercado y a clientes potenciales para asegurar la transparencia de las actividades de los inversionistas.

La transparencia de la consideración que hace un II de los temas de gobierno corporativo se podría apoyar a través del desarrollo y la aprobación de un código o directrices de gobierno corporativo, que definirían el punto de vista y las expectativas específicas del inversionista sobre el gobierno de sus

clientes potenciales. El cumplir con estos estándares/lineamientos podría también ser el pre-requisito necesario para que la empresa sea elegible de recibir una inversión del inversionista institucional. Además, tales códigos son un “benchmark” general útil para aquellas empresas que quisieran mejorar sus prácticas de gobierno corporativo. La coordinación entre inversionistas institucionales para avalar un código/directrices comunes podría ser útil para enviar una señal más fuerte sobre prácticas de gobierno corporativo deseables que el mercado premiaría.

El marco de políticas debiera buscar proteger a los inversionistas institucionales de influencia política indebida con respecto a sus decisiones de inversión, sobre todo cuando los IIs tienen políticas formales sobre el gobierno corporativo de sus clientes potenciales. Tales medidas podrían incluir, por ejemplo, restricciones que impidan que funcionarios gubernamentales sean miembros de los directorios de los fondos de pensiones. Esto permitirá a los IIs aplicar y no comprometer sus propias políticas en sus operaciones regulares.

Algunos países de la región tienen códigos nacionales de gobierno corporativo que son reconocidos legalmente como un “benchmark” de divulgación, y han dictaminado que los IIs, en sus procesos de inversión, consideren hasta qué punto las empresas siguen estas prácticas. Tal es el caso para los fondos de pensiones en Colombia y Perú. Sin embargo, Perú no requiere que los IIs revelen sus políticas de gobierno corporativo para las empresas en las que invierten. **El regulador debería asegurarse que los inversionistas revelen cómo aplican sus criterios de gobierno corporativo para poder monitorear adecuadamente su cumplimiento.**

Varios fondos de pensiones en Brasil, Chile, y Perú han emitido códigos/lineamientos de gobierno corporativo no relacionados con códigos voluntarios nacionales que incluyen un subconjunto de “benchmarks” y principios a los cuales los fondos de pensiones pueden acudir para determinar sus decisiones de inversión y sus políticas de votación en juntas de accionistas.

En Chile, una de las administradoras de fondos de pensiones más grandes, Cuprum, en 2006 emitió un manual de gobierno corporativo destinado a guiar sus decisiones de inversión y votación. Este manual cubre temas como la composición del directorio, el rol del presidente, la elección de los directores, la rotación de los directores, conflictos de interés, el papel de los comités del directorio, la divulgación de información, la compensación para los ejecutivos, la protección de los accionistas en caso de fusiones y adquisiciones, y la responsabilidad social empresarial. Este manual de gobierno corporativo fue particularmente importante en el contexto chileno porque en Chile un código

voluntario de gobierno no fue emitido hasta fines de 2007, por el Centro de Gobierno Corporativo de Chile, entidad patrocinada por el sector empresarial. En Brasil, tres de los fondos de pensiones más grandes, Previ, Petros y Funcef, han emitido declaraciones de gobierno corporativo que ofrecen una orientación para las empresas en las que invierten. La asociación de fondos de pensiones de Perú, a la vez, ha desarrollado un manual de gobierno corporativo que sirve como referencia para sus miembros y como orientación para los directores.

Los inversionistas institucionales debieran asegurarse que sus políticas de inversión, votación y otras relacionadas con ejercer en forma responsable sus derechos de propiedad estén siendo evaluadas y mejoradas donde sea necesario, apropiadamente y regularmente. Los resultados de tal evaluación y las posibles modificaciones en sus políticas relevantes debieran ser informados a sus clientes actuales y potenciales, como así también a los beneficiarios de los IIs.

3.4 Ejerciendo los derechos de propiedad en las compañías en cartera

Consistente con los Principios de Gobierno Corporativo de la OCDE y con las recomendaciones del White Paper sobre Gobierno Corporativo en América Latina (Recuadro 1.1, párrafo 38), el marco legal y regulatorio en América Latina debería asegurar que se facilite el ejercicio efectivo de los derechos de propiedad por parte de los inversionistas institucionales.

Los IIs deberían ejercer responsablemente sus derechos de propiedad cuando invierten con una perspectiva de largo plazo. Tales derechos de propiedad se pueden manifestar en múltiples niveles – actuando como un accionista responsable, contribuyendo a una mejora en el funcionamiento del Directorio, fortaleciendo la responsabilidad de la administración principal, promoviendo la transparencia y divulgación de información, y alentando al mercado en general a premiar las empresas con mejor gobierno corporativo y sancionar aquellas que son mal gobernadas.

3.5 Votando en las Juntas Generales de Accionistas

La capacidad que tienen los IIs para asistir a las Juntas Generales de Accionistas (JGA) y votar depende de si el marco legal ofrece a los inversionistas la oportunidad de recibir notificación, agenda y otra información relevante acerca de la Junta con suficiente antelación como para poder tomar decisiones informadas sobre cómo votar. Consistente con las recomendaciones del White Paper sobre Gobierno Corporativo en América Latina (Recuadro 1.1, párrafo 23), se debiera eliminar cualquier restricción no necesaria que desincentiva o impide que los accionistas

voten. Específicamente, la legislación debería estipular reglamentos para que IIs nacionales y extranjeros puedan asistir a la JGA y votar a través de un delegado o comunicación electrónica (Internet). Eliminar tales barreras es especialmente importante en un contexto de aumento en la votación a través de las fronteras.

Requisitos para la legalización ante notario de los votos delegados, aún cuando sea un aspecto importante para asegurar que la delegación de poderes de voto es válida, de todas maneras genera obstáculos que impiden que los inversionistas extranjeros participen y voten en las JGA. La situación se complica más aún por el hecho de que en la práctica la votación muchas veces se lleva a cabo por custodios u otros intermediarios quienes no siempre confirman con el II relevante que el voto delegado esté realmente sucediendo. *Por lo tanto, los IIs deberían fortalecer su supervisión de cómo la votación en su representación está siendo ejercida en cada compañía en cartera.*

Con las condiciones necesarias presentes, los IIs deberían participar activamente en las JGA Ordinarias y Extraordinarias y votar sus acciones cuando hacerlo se justifica económicamente. El grado en que algunos IIs ejercerán sus derechos de voto y otros muchas veces dependerá de su estrategia de inversión, que puede estar enfocada en un enfoque activista o comprometido a las compañías en cartera. Los inversionistas de los IIs, los beneficiarios, entonces, pueden esperar y estar dispuestos a pagar a los IIs por su enfoque más activo y hacerlos responsables.

En la práctica, los IIs en algunos países de la región ya siguen esta recomendación, ya sea como parte de su propia política, o mandatados por ley. En Perú, los representantes de los fondos de pensiones (AFP) deben dar a conocer sus puntos de vista sobre temas que se discuten en las JGA, emitir sus votos y verificar que su votación quede reflejada en las actas. Deben informar a las respectivas AFP los resultados de su labor.

Chile también ha tomado un paso para mandar el ejercicio responsable de los derechos de votación al requerir que los fondos de pensiones que son dueños de más del 1% de las acciones de la empresa en la que se invierte, emitan un voto sobre todos los asuntos en las JGA. **Los reguladores en otros países de la región podrían estudiar la posibilidad de replicar esta experiencia.**

Buscando remover los obstáculos no necesarios para una votación efectiva en las JGA, Perú enmendó su Ley General de Sociedades en junio de 2008 para introducir el voto electrónico. Esta modificación pretende facilitar la participación de accionistas minoritarios en sociedades abiertas, pero también se aplica a todos los demás tipos de compañías. Este mecanismo, sin embargo,

requiere una regulación adicional, ya que no hay estipulaciones sobre la forma de las propuestas de agenda, el contenido de las citaciones a junta, la emisión de nuevas propuestas de agenda, etc.

El regulador de Brasil también ha tomado pasos para facilitar y hacer más eficientes los procedimientos para obtener la autorización para la votación por delegación y para monitorear las juntas de accionistas por Internet (ver Sección 2.3.3). En diciembre de 2009, la CVM emitió una instrucción que apuntó a apoyar mayor participación de los accionistas al permitir la adopción de sistemas electrónicos de votación para participar en las juntas generales. **Otras jurisdicciones deberían revisar sus procedimientos para determinar si también pueden avanzar hacia una reducción en los obstáculos que afectan la votación y la participación del accionista.**

Al mismo tiempo, los reguladores pueden dictaminar o incentivar a las empresas, o al menos a aquellas que cotizan sus valores en mercados de capital organizados, para ofrecerles mejor información a todos los accionistas, incluyendo los IIs, sobre los procedimientos y fechas límite relevantes para la organización de las JGA y mecanismos para incluir las propuestas de los accionistas en la agenda. Éste es uno de los objetivos que el regulador de Brasil, CVM, busca lograr a través de su reciente Regulación 480, emitida en 2010, que entrega un conjunto consolidado de nuevas reglas que son aplicables a las empresas abiertas a bolsa para el registro, terminación del registro, y divulgación de información (más en Sección 3.8).

Consistente con los Principios de Gobierno Corporativo de la OCDE y las recomendaciones del White Paper sobre Gobierno Corporativo en América Latina (ver Recuadro 1.1, párrafos 41-42), los IIs deberían desarrollar y revelar públicamente sus políticas y procedimientos del uso de sus derechos de votación.¹ El propósito es asegurar la transparencia de sus prácticas de votación y fortalecer la responsabilidad de los IIs hacia sus beneficiarios. La ICGN ofrece una orientación útil en su recomendación que los IIs entreguen un resumen anual de sus registros de votación, junto con un registro completo de votación en casos importantes. Los registros de votación deberían incluir una referencia al número o a la proporción de votos emitidos a favor o en contra de las recomendaciones de la administración de la empresa. En casos en los que los IIs no han votado o no pudieron ejercer sus votos, deberían revelar las razones para ello.

Independiente de la tesis de inversión de los IIs, hay un nivel creciente de expectativa de que los IIs, quienes muchas veces son los accionistas minoritarios más sofisticados y organizados de las compañías, ejerzan responsablemente su derecho para beneficio de todos los accionistas y lideren

por medio del ejemplo. Al mismo tiempo, esto conllevará a mejores resultados para los beneficiarios de los IIs dado que el mejor gobierno corporativo probablemente lleva a mayor éxito de largo plazo. Esta expectativa es particularmente cierta con respecto a aquellos tipos de inversionistas que también tienen un rol social, e.g. los fondos de pensiones.

La provisión de incentivos relevantes para que los IIs adhieran a esta recomendación se puede basar en la intervención legal/regulatorio, o en medidas de auto-regulación. Cada país debería considerar los pros y contras de estos dos enfoques y hacer una elección de política.

Mientras Perú requiere que los fondos de pensiones revelen sus políticas de votación, y Chile requiere que sus fondos de pensiones voten, la mayor parte de los países latinoamericanos no requieren legalmente tales medidas. Hay un tercer grupo de países que ha adoptado la auto-regulación. Específicamente, las directrices que se basan en los principios de “cumplir o explicar”, o los estándares/lineamientos desarrollados por asociaciones de IIs, incentivan a sus miembros o a la industria en general a informar voluntariamente sus políticas y prácticas de votación.

En Brasil, el regulador requiere que los IIs le informen sobre sus prácticas de votación. El regulador del mercado de valores ha emitido la Instrucción 409 según la cual si un fondo mutuo tiene una política activa de votación, está obligado a informar al regulador cómo ejerce los derechos de votación relacionados a sus intereses en empresas en las que invierte. Esta información incluye un resumen de los votos emitidos durante el año fiscal por el administrador del fondo o por sus representantes en las JGA de las empresas en las que invierten y una justificación breve de los votos emitidos, o una explicación de las razones para una abstención o por la no presencia en la Junta.

Se ha adoptado auto-regulación adicional en Brasil, donde la Asociación Nacional de Bancos de Inversión (ANBID), representando no solamente los bancos sino también otros fondos de inversión y empresas consultoras enfocadas en consultoría sobre inversión, ha emitido “El Código de Autorregulación para los Fondos de Inversión de la ANBID.” El Código requiere que los miembros de ANBID cumplan con el reglamento para permitir la votación por delegado y que desarrollen una “Política para la Representación de Inversiones de Fondos en las Juntas”, que cubre los principios y procedimientos a ser adoptados por esta representación, alineada con “Los Lineamientos para una política de representación de los fondos en las juntas”, emitido por el Comité de Autorregulación de los Fondos de ANBID. Aunque la membresía en la ANBID es voluntaria, ANBID ha establecido un sistema de monitoreo y cumplimiento para incentivar el cumplimiento con el Código por

parte de todos los miembros, lo que conllevó a la emisión de 58 cartas y 206 multas entre junio de 2007 y junio de 2008.

Donde sea permitido por los marcos legales, los IIs deberían también ejercer responsablemente sus otros derechos relacionados con la votación, tales como elegir directores, donde se permita legalmente proponer ítems para incluirse en la agenda de la JGA, y exigir o convocar una JGA Extraordinaria para discutir asuntos urgentes como aquellos que se relacionan con la reestructuración de las empresas, los cambios de control, y derechos asociados con distintas clases de acciones. Otro tema importante al que los IIs deberían prestar atención son las prácticas de compensación de los ejecutivos, para las cuales los IIs deberían buscar asegurar que tal compensación se vincule con el desempeño del ejecutivo y que sus incentivos se alineen con aquellos de los accionistas.²

3.6 Incentivando la comunicación entre los IIs y las empresas en las que invierten

Se debería incentivar la comunicación entre los IIs y las compañías en sus carteras. Este enfoque complementario debería ser facilitado también por parte de las empresas en las que invierten los IIs, ya que es del interés tanto de los IIs como de las empresas en las que invierten tener claridad sobre sus posiciones con respecto a temas importantes. Adicionalmente, la calidad de la información comunicada es tan importante como el tener un diálogo permanente entre las empresas e inversionistas.

Los IIs deberían tomar pasos para efectivamente relacionarse con las empresas en las que invierten en temas de importancia para inversionistas relacionados con las prácticas de gobierno corporativo de la sociedad. Esta relación podría, con el tiempo, formalizarse para que haya una expectativa mutua que ciertos ítems estén en el centro de atención de todas las partes relevantes y creará cierto grado de disciplina para inversionistas y también para las sociedades.

Los reguladores deberían asegurar que haya reglamentos apropiados establecidos para proteger el principio de acceso igualitario a la información, y que los IIs, quienes debido a su tamaño e intervención más activa puedan tener mayores oportunidades para acceder a información de las sociedades, no estén recibiendo información material no-pública de manera inapropiada, antes que otros accionistas. En la práctica, la interacción entre los IIs y las empresas en las que invierten puede tomar la forma de inversionistas comunicándoles a las empresas sus preocupaciones

en relación al gobierno corporativo, en vez de una conversación sobre los resultados operacionales de la empresa u otra información material.

Los IIs también pueden influir eficazmente en el gobierno corporativo a través de un diálogo activo con los directorios de las empresas en las que invierten. Tal diálogo debería ser establecido, como mínimo, con el Presidente del Directorio o con el director de más alto nivel que sea independiente o no-ejecutivo cuando el asiento de Presidente del Directorio está tomado por el Director Ejecutivo o por el accionista controlador. El diálogo debería buscar asegurar que el Directorio completo actúe tomando en cuenta los mejores intereses de la empresa y todos sus accionistas, y que políticas y procedimientos apropiados de buen gobierno corporativo estén vigentes para las operaciones del Directorio.

Cuando tal comunicación no es posible o efectiva, los IIs podrían recurrir a comunicaciones públicas, para dar a conocer su posición sobre temas sujetos a la toma de decisiones por parte de los accionistas. Esto ayuda especialmente cuando los IIs buscan ejercer presión sobre la administración y/o los accionistas controladores de las empresas en las que invierten para que actúen con los mejores intereses de la empresa y todos sus accionistas en mente.

3.7 Incentivando la comunicación entre distintos IIs

Consistente con los Principios de Gobierno Corporativo de la OCDE, el marco legal y regulatorio debería permitir e incluso incentivar la comunicación entre IIs que invierten en la misma sociedad, porque puede que colectivamente influyan de mejor forma el gobierno corporativo de manera de asegurar la protección de todos los derechos de los accionistas minoritarios. Esta comunicación podría cubrir tales aspectos como la cooperación y coordinación de acciones en el momento de nombrar y elegir directores, proponer ítems de la agenda, y llevar a cabo conversaciones con la empresa en la que se invierte para mejorar su gobierno corporativo.

Si bien se les debe permitir a los accionistas comunicarse entre sí en relación a aquellos temas mencionados arriba, de todas maneras hay restricciones que son necesarias para evitar la manipulación del mercado, sobre todo la actuación concertada para lograr cambios en el control corporativo. Para tales casos, se requieren reglamentos claros para la solicitud de delegados, pero no deberían ser tan restrictivos como para impedir que los accionistas se comuniquen entre sí en otras circunstancias sobre el ejercicio de sus derechos básicos.

Al parecer, el regulador de Brasil se está moviendo en la dirección correcta ya que recientemente abordó el tema de permitir los foros por Internet o blogs, en los que los accionistas pueden subir sus comentarios sobre la agenda de la JGA. Estos blogs pueden incluso permanecer abiertos durante las Juntas, con la supervisión de la administración de la empresa. El propósito de estos blogs es de permitir que los accionistas discutan entre sí los temas que aparecen en la agenda, y se organicen para votar por cualquier tema, como la selección de los representantes de los accionistas minoritarios en el Directorio y el Consejo Fiscal.

Los IIs deberían buscar coordinar sus actividades para asegurar la protección de los derechos básicos de los accionistas no sólo dentro del contexto de una empresa específica sino también a un nivel más general de mercado. Estando coordinados y colectivamente estableciendo buenas prácticas y expresando preocupación sobre ciertas acciones o la falta de acción de sus clientes o del mercado en general será beneficioso tanto para los IIs como para las empresas.

Las acciones coordinadas tomadas por los fondos de pensiones de Perú y Chile al elegir miembros de directorios son un ejemplo de tales acciones. En Brasil, la coordinación se enfoca en asegurar que se respeten más generalmente los derechos de los accionistas minoritarios. Los IIs monitorean las transacciones materiales que involucran a las empresas en las que invierten o potencialmente podrían invertir y solicitan información de los directorios y los departamentos de relaciones con inversionistas de tales empresas involucradas en reestructuraciones corporativas cuando se cree que representan un riesgo para los derechos de los accionistas minoritarios.

Los IIs deberían no sólo tomar medidas para que las empresas con buen gobierno corporativo reciban el reconocimiento que se traduce en más inversión o inversión de mayor plazo, sino también considerar la posibilidad de sancionar las empresas mal gobernadas a través del desarrollo de “focus groups” en los que tales prácticas negativas sean informadas al mercado. Esto se puede hacer aumentando el nivel de conocimiento acerca de aquellas empresas en las que los propietarios controladores y/o la administración no actúan considerando los mejores intereses de la empresa y sus accionistas. Los IIs podrían cooperar para compartir información acerca de tales empresas, o podrían establecer procedimientos internos que permitan que todo el personal responsable de las decisiones de inversión esté consciente de las empresas con mal gobierno corporativo.

3.8 Mejorando el funcionamiento de los Directorios

Consistente con las recomendaciones del White Paper sobre Gobierno Corporativo en América Latina (Recuadro 1.1, párrafos 32-33), el marco legal y regulatorio debería proporcionar mecanismos para permitir que los inversionistas institucionales efectivamente influyeran la composición de los Directorios de las empresas en las que invierten.

Los inversionistas institucionales deberían contribuir al mejoramiento del funcionamiento del Directorio de las empresas en las que invierten donde sea posible y costo efectivo para los IIs. La forma más efectiva para hacerlo es influenciar la composición de los Directorios. Esto es particularmente importante en América Latina debido a la alta concentración de propiedad, que permite que el accionista controlador nombre todos o la mayoría de los directores. Los IIs deberían procurar que los Directorios de las empresas en las que invierten tengan una cantidad suficiente de directores no-ejecutivos e independientes. Específicamente, los IIs deberían votar para la elección de tales directores no-ejecutivos e independientes, y en casos en que se permita por ley, deberían proponer sus propios candidatos, los que cumplan con los criterios de directores independientes y no-ejecutivos.

Las empresas en las que invierten los IIs deberían hacer todo lo posible para ayudar a éstos a identificar las necesidades a nivel de Directorio para permitir que los inversionistas nominen/voten por candidatos que no sólo cumplan con los requisitos de independencia, sino también posean la experiencia y las habilidades profesionales necesarias. *Es posible que los países quieran seguir la iniciativa reciente de Brasil de emitir la nueva Regulación 480, que requiere que desde 2010, las empresas cotizadas proporcionen descripciones de las reglas, prácticas, y políticas relacionadas con el funcionamiento del Directorio, y revelen información personal sobre los miembros actuales del directorio y de los comités, como el nombre, la profesión, el tiempo que llevan en el cargo e información sobre algún seguro de responsabilidad legal para Directores y Ejecutivos, si lo hubiere.*

El regulador puede requerir que ciertos tipos de IIs, e.g. los fondos de pensiones públicos, nominen activamente a directores independientes como se podrían definir por la jurisdicción local. En este caso, para lograr el impacto deseado, son importantes los mecanismos efectivos para asegurar que los IIs de hecho nominen y voten por tales directores y para supervisar las actividades de estos directores.

En Argentina, luego de establecer el Sistema Integrado de Jubilaciones y Pensiones en 2009, el gobierno nacional decidió jugar un rol más activo al

nominar miembros del directorio en compañías en cartera, a diferencia de lo que fueran las administradoras de fondos de pensiones, antes de la reforma. Sin embargo, todavía hay ambigüedad en el marco legal con respecto a si la limitación que indicaba que las administradoras privadas de fondos de pensiones no podían ejercer más del 5 por ciento de los derechos de votación en las empresas en las que invertían, sin importar el tamaño real de su propiedad en estas sociedades, también aplica al gobierno como accionista o no. Si aplicara, esto impediría a la Administración Nacional de Seguridad Social de tener los votos suficientes para elegir sus miembros del directorio, y estaría en contradicción con otra ley que provee el llamado “voto acumulativo”, un mecanismo legal que pretende asegurar que los accionistas minoritarios tengan una representación de un tercio de los directores del directorio. Otro tema que tiene implicancias importantes para el éxito de la reforma es el abordar potenciales conflictos de interés. Si bien el gobierno no tendrá intereses mayoritarios en ninguna empresa en la que invierte, de todas maneras tendrá el derecho, y tal vez también la obligación, de ejercer sus derechos de accionista (para votar, para cuestionar decisiones, y para acceder a toda la información financiera) y, al mismo tiempo, tener poderes regulatorios. Como se destaca en los Lineamientos para el Gobierno Corporativo de Empresas Estatales de la OCDE, un tema clave para abordar cuando el Estado pasa a ser propietario activo de empresas, es la necesidad de asegurar que el papel del gobierno como dueño se separe claramente de su función como regulador, para asegurar un campo de juego nivelado para todas las empresas.

Los fondos de pensiones de Brasil y Chile juegan un rol activo en elegir miembros de directorios, y los fondos de pensiones de Perú muchas veces juegan un rol más informal en consulta con los accionistas controladores y sociedades en las que invierten, para identificar candidatos independientes adecuados para la elección del directorio. Además, Previ, uno de los fondos de pensiones más grandes de Brasil, también organiza reuniones anuales con todos los directores que ha nominado para educarlos a jugar un rol activo e informado con respecto a temas de gobierno corporativo.

Los IIs chilenos, especialmente las administradoras de fondos de pensiones, tienen de forma colectiva suficiente participación accionaria como para poder elegir directores en la mayor parte de las empresas cotizadas chilenas en las que invierten. Una vez elegidos, estos directores deben representar la compañía en forma independiente, en otras palabras, deben actuar tomando en cuenta los intereses de todos los accionistas y de la empresa, en vez de representar a la administradora de fondos de pensiones u otros accionistas que los eligieron. La ley además requiere que los directores independientes formen parte del Comité de Directores, que está a cargo de supervisar transacciones de partes relacionadas, seleccionar auditores, agencias de clasificación y planes de

compensación de los ejecutivos, entre otras cosas. Legislación reciente chilena fortalece aún más este marco al proporcionar nuevos criterios concernientes con relaciones económicas y familiares, como para determinar los directores independientes elegibles por los cuales los accionistas podrían votar.

En Perú, se les prohíbe a los representantes de los fondos de pensiones votar por candidatos que sean accionistas, directores, administradores, o trabajadores en una AFP. Esto se ha traducido en la promoción del buen gobierno corporativo en las sociedades en las que invierten a través del nombramiento de directores no-ejecutivos e independientes. Estos directores, a su vez, han jugado un rol en la modernización de los directorios con la introducción de comités de directorio como es el comité de auditoría. Varias sociedades en las que las administradoras de fondos de pensiones han invertido han pasado de tener reuniones de directorio tres veces al año a tenerlas una vez al mes. El manual para directores de la asociación de fondos de pensiones de Perú también da una orientación sobre sus expectativas de gobierno corporativo. La calidad de la información proporcionada a los directores también ha mejorado.

Otros países de la región se podrían beneficiar al emular el enfoque de Perú. Además, la IBGC de Brasil ha lanzado un programa de certificación para asegurar, entre otras cosas, que los directores nombrados por los IIs tendrán las habilidades, la educación, y la experiencia necesarias para ser miembro de los Directorios de las empresas en las que invierten.

Aún cuando no haya un requerimiento legal o regulatorio, los IIs deberían activamente buscar promover el involucramiento de directores independientes al identificar tales candidatos para director y sensibilizarlos acerca de los temas que atañen a un buen gobierno corporativo. Los IIs podrían encontrar útil en algunos casos involucrar a empresas de búsqueda de ejecutivos profesionales²⁰ para ayudarles en su búsqueda por candidatos.

El involucramiento de los IIs a nivel de Directorio se podría expresar también al apoyar activamente el establecimiento y funcionamiento de comités relevantes del Directorio, y al incentivar que los miembros de estos comités sean directores no-ejecutivos e independientes que tengan las habilidades especiales que se requieran. Tales comités de Directorio como un Comité de Auditoría o un Comité de Nombramientos y Gobierno Corporativo podrían jugar un rol significativo en mejorar la toma de decisiones del Directorio y en contribuir a la creación de valor para todos los accionistas.

²⁰ En inglés, “professional head-hunting firms.”

En Chile, iniciativas importantes relacionadas con el Directorio han sido apoyadas por algunas de las administradoras de fondos de pensiones más grandes. Tales iniciativas incluyen la rotación de directores luego de seis años de su designación, como para preservar su independencia, y la búsqueda de candidatos para el directorio por una entidad profesional de búsqueda de ejecutivos, y la evaluación del desempeño de los directores.

3.9 Fortaleciendo la responsabilidad de la administración

Los inversionistas institucionales deberían buscar fortalecer la responsabilidad de la administración principal de las empresas en las que invierten para que se desempeñe en línea con la estrategia de negocios de la sociedad y para que se preserve e incremente el valor de los accionistas. Comúnmente, esto se hará persuadiendo y equipando el Directorio para que mejore su supervisión de la administración. Más específicamente, los inversionistas deberían incentivar el Directorio para que establezca indicadores de desempeño para la administración, y para que monitoree el progreso hacia estos indicadores. También es importante asegurar que los intereses de la administración se alineen con los intereses de la sociedad y de sus accionistas en el largo plazo, a través de la compensación en base a incentivos, entre otras cosas. Los IIs podrían adicionalmente pedir que el Directorio, con cierta periodicidad, mantenga informados a los inversionistas sobre cómo el desempeño de la administración está siendo supervisado y qué acciones correctivas el Directorio ha adoptado.

El monitoreo del desempeño de la administración permitirá a los IIs identificar cualquier problema potencial tempranamente, y tomar las medidas para abordarlos. Los IIs que están preocupados con temas particulares de gobierno corporativo deberían solicitar que la administración principal de la sociedad proporcione información adicional sobre aquellos temas. Además, los IIs podrían llevar a cabo reuniones por separado con la administración de empresas en las que invierten para discutir cualquier tema relacionado con el desempeño de la sociedad.

El involucramiento cercano de algunos IIs en el Directorio y en los niveles de la administración principal se debería balancear con la visión de salvaguardar contra el uso indebido de información privilegiada. El regulador debería asegurar que haya reglas establecidas que requieran la entrega de información material al mercado global en forma oportuna, y asegurar que las reglas apropiadas contra la compra y venta de acciones por personas que tienen acceso a información privilegiada estén establecidas y que se hagan cumplir. Los IIs deberían tomar pasos para no actuar sobre la base de tal información antes de que sea informada al mercado, mientras la sociedad debería también tomar

pasos para proporcionar esa misma información al mercado tan pronto como sea posible.

3.10 Abordando los temas internos de gobierno corporativo de los inversionistas institucionales

Consistente con las recomendaciones del White Paper sobre Gobierno Corporativo en América Latina (Recuadro 1.1, párrafo 35), el marco legal y regulatorio debería establecer un régimen que proporciona estándares avanzados de gobierno corporativo para los inversionistas institucionales. Tales reglamentos deberían, como mínimo, abordar la responsabilidad de las administradoras de fondos hacia los beneficiarios del II, el establecimiento de la supervisión apropiada de la administración por parte del Directorio/Fideicomisarios, la puesta en lugar de los mecanismos relevantes para manejar los conflictos de interés, el alineamiento de estructuras de honorarios a favor de decisiones de inversión basadas en su calidad en vez de incentivos que distorsionan y que favorecen la alta rotación de carteras de inversión, así como también otros aspectos del marco regulatorio que hacen que los administradores actúen de manera que no maximiza los retornos para los inversionistas.³

En algunos países, el regulador podría elegir requerir que los IIs adhieran voluntariamente a las recomendaciones del Código de Gobierno Corporativo nacional, o que expliquen dónde y por qué se desvían de tales recomendaciones. Esto ya sucede en Perú, donde todos los fondos de pensiones están listados en bolsa y se les ordena revelar sus propias políticas y prácticas de gobierno corporativo en cuanto al cumplimiento con los Principios de Buen Gobierno Para las Sociedades Peruanas.

Los inversionistas institucionales también deberían tratar sus propios asuntos de gobierno corporativo para asegurar que siguen prácticas de gobierno corporativo fundamentalmente tan robustas como las mejores prácticas para sociedades anónimas abiertas y similares a lo que requieren de sus clientes, donde sea relevante. Esto es particularmente cierto con respecto a la supervisión apropiada de su administración, actuando en beneficio de los intereses de sus beneficiarios y administrando conflictos de interés.

Los Lineamientos de la OCDE para el Gobierno de Fondos de Pensiones www.oecd.org/dataoecd/18/52/34799965.pdf ofrecen una buena referencia para los reguladores latinoamericanos para comparar con los reglamentos de su país en esta área. Específicamente, un buen marco de política debería ser apoyado por una división apropiada de responsabilidades operacionales y de supervisión, y mecanismos

apropiados de control, comunicación e incentivos que fomenten buenas tomas de decisiones, ejecución adecuada y oportuna, transparencia, y revisión y evaluación regulares.

Mientras no hay un marco igualmente reconocido para el gobierno de fondos mutuos, se necesita atención similar hacia los mismos aspectos de supervisión e independencia del Directorio, responsabilidad hacia inversionistas, estructuras de incentivos de la compensación de la administración, y manejo de conflictos de interés, todos aspectos críticos de un buen régimen y estructura legal para el gobierno corporativo de fondos mutuos.

Legislación reciente en Argentina (tal como se describe en Secciones 2.3.2 y 4.8) en la práctica nacionalizó su industria de fondos de pensiones a partir de 2009. **Consistente con recomendaciones en otras partes de este informe, prácticas de buen gobierno corporativo deberían aplicarse también a fondos de pensiones estatales, usando como referencia no sólo los Lineamientos de la OCDE para el Gobierno de Fondos de Pensiones, mencionados arriba, sino también los Lineamientos para el Gobierno Corporativo de Empresas Estatales:** www.oecd.org/daf/corporate-affairs/soe. **La recomendación incluida en el párrafo 36 del White Paper sobre Gobierno Corporativo en América Latina (ver Recuadro 1.1), desarrollada para bancos de desarrollo estatales e instituciones financieras multilaterales, también es válida en este caso, haciendo un llamado para que los recursos estatales se aseguren que al financiar empresas, promuevan los estándares más altos de gobierno corporativo y de transparencia demandados por el mercado de capitales.**

En cuanto a los fondos mutuos de Argentina, se les requiere a las administradoras de fondos divulgar sus estatutos, estados financieros trimestrales y anuales, estructura de propiedad, composición del directorio y de la administración, actas de juntas de accionistas y reuniones de directorio, y el prospecto del fondo mutuo (incluyendo el objetivo del fondo, políticas de inversión, comisión de administración, etc.). Finalmente, se les requiere a las compañías de seguros establecer un Comité de Control Interno a ser integrado por al menos tres directores no-ejecutivos para los fondos de pensiones y al menos un director no-ejecutivo para las compañías de seguros. Sin embargo, la legislación no incluye ningún requerimiento con respecto a la independencia de los directores y la administración de conflictos de interés y podría ser mejorada en estas áreas.

La legislación en Brasil establece algunas reglas de gobierno corporativo para fondos de pensiones cerrados de compañías del sector público- que les

requieren tener un Comité Asesor, un Consejo Fiscal y un Directorio Ejecutivo. El Consejo Fiscal debería evaluar el cumplimiento de la administración de activos por parte del fondo de los requisitos legales y de la propia política de inversión del fondo. Además, cada tipo de plan de pensión debería ser administrado según su propia política de inversión específica, la cual debería ser revisada anualmente. Finalmente, las cuentas de los fondos de pensiones deben ser auditadas por auditores independientes.

El marco legal y regulatorio de Brasil también establece ciertas reglas para el gobierno corporativo de fondos mutuos. Bajo la regulación brasileña, los fondos mutuos son un conjunto de recursos constituidos bajo una estructura de condominio y registrados ante el regulador nacional de valores. El regulador establece requisitos para autorizar la administración de tales fondos, y requisitos de divulgación relacionados con el valor cuota diario (activos) y el patrimonio neto del fondo. Un balance general de prueba y un estado de la composición y diversificación de la cartera se deben divulgar mensualmente. Anualmente, los administradores del fondo deben revelar los estados financieros acompañados por el informe de auditoría independiente.

En México, el marco legal y regulatorio incluye varias reglas con respecto al gobierno corporativo de los fondos mutuos y de pensiones. Específicamente, sus Directorios deben estar integrados por entre 5 y 15 miembros, de los cuales un 33% tiene que ser independiente. Los fondos también deben tener un Comité de Auditoría, presidido por un director independiente.

En Chile, por ley se les requiere a los fondos de pensiones crear un comité de directores para las inversiones y la resolución de conflictos de interés. Se le requiere al comité controlar y evaluar el cumplimiento de políticas relacionadas con la inversión y los conflictos de interés y emitir un informe anual al Directorio del fondo de pensiones. Una copia de este informe también debe ser entregada al regulador del fondo de pensiones. La composición de este comité también se mandata por ley – será integrado por tres directores, de los cuales al menos uno tiene que ser un director independiente. La legislación también aborda el tema de la independencia de los directores al prohibir que sean miembros del directorio de los fondos de pensiones miembros del poder legislativo, ministros de gobierno y subdirectores de servicios públicos, dentro del plazo de su mandato y durante los 12 meses luego de la salida de su puesto.

Consistente con los Principios de Gobierno Corporativo de la OCDE, el marco legal y regulatorio debería asegurar que los IIs divulguen cómo manejan conflictos de interés materiales que podrían afectar el ejercicio de derechos claves de propiedad con respecto a sus inversiones. Los reguladores latinoamericanos deberían requerir que los inversionistas

institucionales divulguen información sobre su propiedad y sus políticas para manejar conflictos de interés, y que revelen a sus clientes la naturaleza de las acciones que han tomado para implementar sus políticas.

Las administradoras de fondos mutuos y fondos de pensiones en la región muchas veces son de propiedad de o afiliadas con otras instituciones financieras, y en tales casos, usualmente con bancos. Asimismo, las compañías cotizadas en las que estos IIs invierten – que, en el caso de las administradoras de fondos de pensiones tienden a ser de las empresas más grandes en el país – también pueden ser de los clientes más importantes de los bancos. En consecuencia, es posible que los administradores de los IIs resistan – o sean presionados en contra de – adoptar una estrategia de propiedad activa que pudiera eventualmente desafiar al Directorio y/o administración de la empresa en la que se invierte, ya que la empresa podría entonces quejarse ante el banco/dueño de la administradora del fondo de pensiones, lo que podría poner en peligro sus relaciones comerciales. También podría ser el caso que, debido a estructuras de propiedad particulares, los IIs y las sociedades en las que invierten sean, parcial o completamente, propiedad de la misma institución financiera.

En Chile, este tema es abordado a nivel legislativo al requerir que las administradoras de fondos de pensiones establezcan los mecanismos apropiados para lidiar con conflictos de interés tal como haya sido aprobado por el Directorio de la administradora de fondos de pensiones. Estos mecanismos deben ser divulgados a los reguladores, así como también al público general en el sitio Web de la administradora.

Mientras una sólida regulación y supervisión de conflictos de interés limita los abusos que podrían surgir de estas relaciones, los IIs deberían tomar pasos adicionales para manejar conflictos de interés existentes y potenciales y revelar sus políticas y procedimientos para manejar tales conflictos. Más específicamente, las administradoras de fondos de IIs podrían introducir “murallas “chinas” entre sus tomadores de decisiones de inversión y otras compañías en el mismo grupo, así como también entre distintos tomadores de decisiones que manejan inversiones de deuda y acciones en la misma empresa. Adicionalmente, la divulgación de un manual exhaustivo de gobierno corporativo y política de votación podría ofrecer una manera en que los partícipes de los fondos mutuos y los beneficiarios de los fondos de pensiones se aseguren que los administradores sean responsables en cuanto a la votación por temas claves para beneficio del fondo y en concordancia con la política, en vez de estar meramente en concordancia con los intereses comerciales más amplios de ciertos propietarios/patrocinadores del fondo.

3.11 Enajenando la inversión como última opción

Enajenar una inversión en acciones de una compañía en cualquier momento y por cualquier razón es un derecho fundamental de los IIs. Sin embargo, el derecho a enajenar debe ser equilibrado cuidadosamente en mercados de capitales generalmente ilíquidos, con los intereses de largo plazo de los IIs, las compañías en cartera y la economía en general.

Una de las razones para tal enajenación podría ser el deterioro de las políticas y prácticas de gobierno corporativo de la empresa en la que se invierte. En este caso, los IIs deberían intentar incentivar a la empresa a abordar las preocupaciones relacionadas con gobierno corporativo. Cuando tales esfuerzos no se justifican económicamente, o una vez ejercidos no conllevan a mejoras, la enajenación por parte de los IIs podría ser vista por el mercado como una señal de que la empresa no presta atención suficiente a proteger los derechos del inversionista, lo cual podría llevar a una menor inversión en aquella empresa.

Sin embargo, en la práctica la opción de enajenar podría estar restringida, por ejemplo debido a la baja liquidez de las acciones y restricciones sobre ciertas opciones de inversión. Algunos países de la región tienen restricciones o incluso una prohibición sobre la inversión en compañías extranjeras, lo que limita el rango de elección de acciones disponible para los administradores de fondos de IIs. A los fondos de pensiones cerrados brasileños no se les permite invertir en el extranjero. Hay un límite del 3% para la inversión en acciones extranjeras listadas en Brasil²¹ y en compañías de países miembros del Mercosur. Esto limita su capacidad de votar con sus pies al moverse de valores locales a valores extranjeros, cuando los emisores locales son indiferentes a las preocupaciones sobre gobierno corporativo. Sin embargo, la regla 409 del regulador de valores permite que los fondos “multimercado” inviertan en el extranjero hasta el 20% de sus activos bajo administración, y otros fondos pueden invertir hasta un 10%. Inversiones más conservadoras en renta fija siguen siendo otra alternativa. De forma similar a otros países en América Latina, los fondos de pensiones chilenos, colombianos y peruanos enfrentan una liquidez limitada en el mercado local, lo que restringe el conjunto de acciones que transan activamente en las que pueden invertir. Por lo tanto, si están buscando retornos más altos de las acciones, tienen un interés en ejercer su voz, en vez de enajenar, y tienden a mantener las acciones. Reformas recientes a la ley de pensiones en Chile han comenzado a incrementar la flexibilidad de los

²¹ BDRs; Brazilian Depositary Receipts.

fondos de pensiones al relajar los límites sobre cuánto estos fondos de pensiones pueden invertir en acciones en el extranjero.

Notas

- ¹ Esta recomendación también es respaldada por el informe de 2010 de la OCDE, *Gobierno Corporativo y la Crisis Financiera: Conclusiones y Buenas Prácticas Emergentes para Mejorar la Implementación de los Principios*, (documento no disponible en español, cuyo título en inglés es *Corporate Governance and the Financial Crisis: Conclusions and Emerging Good Practices to Enhance Implementation of the Principles*), que indica, “La divulgación de los registros de votación por parte de los inversionistas institucionales actuando en un rol fiduciario a sus clientes debiera ser considerado una buena práctica, dado que transparenta el cómo ejercen sus derechos de propiedad y controlan conflictos de interés.”
- ² Esta recomendación también es respaldada por el informe de 2010 de la OCDE, *Gobierno Corporativo y la Crisis Financiera: Conclusiones y Buenas Prácticas Emergentes para Mejorar la Implementación de los Principios*, que indica, “Es importante para una empresa tomar los pasos para asegurar que la remuneración se establezca a través de un proceso explícito de gobierno corporativo donde los roles y responsabilidades de aquellos involucrados, entre ellos consultores y administradores de riesgo, estén claramente definidos y separados. En varias jurisdicciones, se considera una buena práctica otorgarle un papel significativo en el proceso a los miembros no-ejecutivos e independientes del directorio. Su remuneración debería ser decidida a través de un proceso transparente y robusto que se informe a los accionistas en el informe de remuneración.... Para poder aumentar el conocimiento y la atención, puede ser considerada una buena práctica que las políticas y medidas de implementación de la remuneración se entreguen a la junta anual y que haya procedimientos que permitan que los accionistas expresen sus opiniones.”
- ³ No se pretende con esta publicación proporcionar una recomendación específica sobre gobierno corporativo de clases específicas de inversionistas institucionales. En cambio, reconoce la importancia de tratar tales temas para asegurar que los conflictos de interés se manejen e informen apropiadamente, y que, por lo general, los estándares de gobierno corporativo y transparencia de los IIs sean tan robustos como los de las sociedades cotizadas; y cómo las entidades supervisoras de los IIs aseguran que su administración actúe para promocionar buenas prácticas de gobierno corporativo en las sociedades en las que invierten para lograr resultados positivos de largo plazo, y que los términos de compensación de los administradores estén alineados de manera adecuada como para acometer esta meta.

CAPÍTULO 4

PASOS ADICIONALES: FORTALECIENDO LAS FUERZAS DEL MERCADO

El Capítulo 4 establece recomendaciones y anotaciones de políticas y buenas prácticas para diseñadores de políticas y reguladores (**en negrita**) y para el sector privado (*en cursiva*) sobre pasos para fortalecer las fuerzas del mercado que incentivarían o permitirían un papel efectivo del inversionista institucional en el gobierno corporativo. Las recomendaciones abordan el rol de la regulación directa versus la auto-regulación, los medios de comunicación, las agencias de clasificación de riesgo, el gobierno corporativo y servicios de asesoría de delegados, los beneficios de establecer asociaciones de IIs, y de apoyar mecanismos efectivos de resolución de disputas.

4.1 Apoyando mejores condiciones de mercado para un papel efectivo del inversionista institucional

Además de los pasos descritos en el capítulo 3 arriba, tomados por diseñadores de políticas e inversionistas institucionales para promover un mejor gobierno en las empresas en las que éstos invierten, en términos globales la eficiencia de e incentivos proporcionados por el mercado son críticos para asegurar la creación de valor a través del buen gobierno corporativo. Se debería seguir un conjunto de acciones para crear las condiciones bajo las cuales el ejercicio de los derechos de los IIs sea costo efectivo y valorado tanto por el mercado como por las empresas.

Las agencias regulatorias, junto con otras instituciones relevantes, inversionistas institucionales, y las empresas en las que potencialmente podrían invertir los IIs, deberían promover un debate para identificar los mejores caminos para alcanzar las metas de lograr un buen gobierno corporativo, sea a través de la regulación directa o la auto-regulación por parte de IIs individuales, su industria, o el mercado en general. La respuesta a estas preguntas será específica para cada país de la región, y dependerá de su contexto en cuanto a inversionistas institucionales y sector

privado, historia y estado actual de la regulación, cultura del sector privado, y otros factores que influyen en las estrategias de inversión de los IIs.

4.2 El papel de los medios de comunicación, las agencias de clasificación de riesgo y los servicios de asesoría

Al mismo tiempo, distintos actores en el mercado deberían tomar pasos para incentivar el desarrollo de mecanismos institucionales para apoyar las actividades de los IIs en la promoción de buen gobierno corporativo. Específicamente, (i) medios de comunicación activos e informados deberían no sólo informar al mercado las reacciones de los IIs a éxitos y fracasos de las empresas en las que invierten, sino también tener la capacidad de investigar e informar en forma independiente sobre historias de buen o mal comportamiento de gobierno corporativo; (ii) agencias de clasificación de riesgo y gobierno corporativo, tanto locales como internacionales, podrían llegar a ser un repositorio importante de información sobre políticas y prácticas de gobierno corporativo de las empresas, y podrían proporcionar comparaciones de “benchmarks” del gobierno corporativo de las empresas; (iii) proveedores de servicios de asesoría sobre la votación por mandato y otros temas de gobierno corporativo pueden reforzar la capacidad de los IIs de poner en práctica sus políticas de inversión y gobierno corporativo; y iv) analistas también pueden jugar un rol positivo al tomar en cuenta el gobierno corporativo en sus recomendaciones.

Los inversionistas institucionales que no tienen la capacidad interna para evaluar el comportamiento de gobierno corporativo de las empresas en las que invierten y podrían invertir, podrían recurrir a asesoría externa como un aporte para sus decisiones. Los reguladores en América Latina deberían asegurar que los mecanismos apropiados estén establecidos para abordar potenciales conflictos de interés, asegurando también que no haya impedimentos contra el establecimiento y funcionamiento de tales proveedores de servicios de asesoría para apoyar a los IIs en sus decisiones relacionados con el gobierno corporativo. Las agencias de clasificación de riesgo y de gobierno corporativo, las empresas de votación por mandato y otros proveedores de servicios son importantes y complementarios para aumentar la capacidad que tienen los inversionistas institucionales para promover exitosamente el buen gobierno corporativo en beneficio de sus clientes y sus propios beneficiarios.

Las agencias de clasificación de gobierno corporativo pueden jugar un papel importante en la recolección de información sobre y el análisis de

políticas y prácticas de gobierno corporativo de sociedades que frecuentemente son el destino de inversión por parte de los IIs. Este análisis, junto con otra información, es usada entonces por los IIs para tomar decisiones sobre cómo ejercer sus derechos de votación en las empresas en las que invierten. Además, las agencias de clasificación de gobierno corporativo se han aventurado hacia el área de clasificar el gobierno corporativo de las empresas y compararlos entre sí. Si bien estas agencias no afirman que el nivel de clasificación de gobierno corporativo esté necesariamente vinculado con el desempeño de estas empresas, de todas maneras han surgido preocupaciones acerca de la exactitud de tales clasificaciones destacando en particular potenciales conflictos de interés relacionados con que las agencias de clasificación den clasificaciones más favorables que lo justificado con el fin de atraer más negocios, entre ellos contratos separados de servicios de consultoría. Fracasos recientes en el mercado de varias empresas con altas clasificaciones son una señal de que no se debe confiar solamente en las clasificaciones de gobierno corporativo para tomar decisiones de inversión.

Con una cantidad creciente de agencias de clasificación de riesgo y agencias de clasificación de gobierno corporativo y proveedores de servicios de asesoría que ofrecen clasificaciones y análisis, los reguladores en América Latina deberían asegurar que el funcionamiento de estas instituciones tenga la supervisión apropiada. Tal supervisión regulatoria podría ser necesaria para asegurar que requisitos estén establecidos para que las agencias informen sobre intereses de propiedad y sobre cómo manejan conflictos de interés.¹

Tales agencias deberían tomar pasos para asegurar la separación entre el análisis de clasificaciones y otros servicios de asesoría. El hecho de ser remunerados por los clientes a los cuales estas agencias clasifican podría crear incentivos para dar clasificaciones más positivas de lo que se justifica para atraer más negocios.

Análisis de gobierno corporativo también está siendo llevado a cabo por algunas agencias de clasificación de riesgo en varios países alrededor del mundo y en la región. Mientras en un contexto más amplio algunas agencias de clasificación han desarrollado criterios analíticos de gobierno corporativo para ser aplicados como componente de su análisis y clasificación de riesgo, en la mayoría de los países latinoamericanos, tales agencias de clasificación no toman en consideración o sólo recientemente han comenzado a tomar en consideración los temas de gobierno corporativo en su análisis. *En América Latina, las agencias de clasificación tradicionales podrían jugar un rol más fuerte al considerar los temas de gobierno corporativo en sus clasificaciones, sobre todo*

en una región donde la baja liquidez y grupos de control cerrados representan un riesgo financiero más alto para accionistas minoritarios.

Sin embargo, el esfuerzo no debe venir sólo de agencias de clasificación de riesgo o gobierno corporativo, ya que la demanda por estos servicios del lado de los inversionistas es también crucial. Los IIs deberían usar las clasificaciones de gobierno corporativo y otro análisis de las agencias de clasificación y otros proveedores de servicios solamente como aportes para su propia toma de decisiones y no deberían subcontratarlas enteramente a estos actores externos.

4.3 Mejorando la efectividad de los IIs a través de asociaciones

Para tener una voz más fuerte y organizada como industria y estar en una mejor posición para proteger los intereses de inversionistas institucionales individuales, los IIs deberían buscar establecer asociaciones conformadas o por todos los IIs que participan en el mercado relevante o de al menos los IIs de una categoría específica, como los fondos de pensiones o los fondos mutuos. Tales asociaciones no sólo protegerán mejor los derechos e intereses de sus miembros, sino también comunicarán e influirán en el diseño de políticas en el mercado y establecerán “benchmarks” comunes de comportamiento, incluyendo un punto de vista consistente y reconocido sobre el rol del gobierno corporativo en el funcionamiento de los IIs.

Estructuras organizadas de inversionistas institucionales pueden ser usadas no sólo para solicitar retroalimentación y apoyar la implementación del marco legal y regulatorio, sino también pueden eventualmente negociar el derecho de la industria a auto-regularse. La elección entre la regulación y la auto-regulación debería ser específica a cada país, y sujeta a decisiones de política. La necesidad de establecer y hacer cumplir las reglas para regular las actividades de los IIs y de las estructuras que los apoyan, conllevará a un mayor enfoque en la intervención legal y regulatoria. Por otro lado, la madurez de la industria y su capacidad para establecer directrices claras que los IIs individuales acepten seguir, junto con mecanismos creíbles de monitoreo y auto-fiscalización, podrían paulatinamente convencer a los reguladores a confiar más en la auto-regulación.

En Perú, las administradoras de fondos de pensiones están unidas en la Asociación de AFP. Esta Asociación organiza programas de entrenamiento para representantes de las AFP en los Directorios de empresas en las que invierten. También representa la voz de la industria frente al regulador. En particular, la Asociación apoyó el comité que emitió el código nacional de gobierno

corporativo de Perú. La Asociación Mexicana de Intermediarios Bursátiles (AMIB) cree que los fondos mutuos pueden influenciar el buen gobierno corporativo a nivel de apoyar el desarrollo de una política pública y una regulación sobre el gobierno corporativo y tomar los pasos relevantes en esta dirección.

En Brasil, hay varias organizaciones que involucran a inversionistas institucionales: AMEC (Asociación de Inversionistas del Mercado de Capitales) es una entidad integrada por representantes de varias empresas independientes de administración de cartera así también como aquellos vinculados con instituciones financieras. AMEC fue establecida en 2006 para representar los intereses de inversionistas de fondos como accionistas minoritarios; y ANBID – la Asociación Nacional de Bancos de Inversión – representa no sólo a los bancos sino también a otros fondos de inversión y asesores del mercado de capitales incorporados como empresas no-financieras. Su objetivo es buscar la consolidación del mercado como instrumento para fomentar el desarrollo del país. ANBID es específicamente el líder del movimiento de auto-regulación para la industria de los fondos al emitir varias directrices y establecer estructuras para manejar temas emergentes. La Asociación también ha aprobado su Código de Auto-Regulación para Fondos de Inversión.

Cuando están organizadas, las asociaciones relevantes de IIs deberían desarrollar e implementar programas para monitorear “benchmarks” acordados de mejores prácticas de IIs para promocionar su implementación. Este monitoreo no sólo aumentará la transparencia del funcionamiento y responsabilidad de los administradores de los IIs hacia la industria y sus propios beneficiarios, sino también les permitirá recolectar y analizar la retroalimentación desde las empresas en las que invierten y otros interesados sobre sus puntos de vista en cuanto a las prácticas de la industria y donde aquellas pueden ser modificadas/mejoradas.

En Brasil, el enfoque activista de los principales fondos de pensiones brasileños ha jugado un rol importante en influenciar el marco legal y regulatorio relevante y ha contribuido a una percepción en el mercado de los fondos de pensiones como actores importantes en el esfuerzo de mejorar las prácticas de gobierno corporativo.

Las asociaciones de IIs deberían buscar educar a sus miembros sobre cómo el buen gobierno corporativo puede ayudarles con el valor de sus inversiones y apoyar las iniciativas dirigidas a incrementar la capacidad de los IIs de analizar los riesgos y las oportunidades de gobierno corporativo durante el proceso de inversión así como también a actuar como propietarios activos de largo plazo.

Lo mismo podría hacerse desarrollando y apoyando foros regulares donde temas de actualidad relacionados con el rol de los IIs se podrían discutir.

4.4 Apoyando la resolución efectiva de conflictos

Los reguladores deberían incentivar a las asociaciones, u otras estructuras de representación organizada de los intereses de la industria de los IIs, a tomar los pasos para establecer, mantener, e incentivar el uso de mecanismos efectivos de resolución de conflictos. Junto con los reguladores, los IIs deberían intentar mejorar los mecanismos judiciales y alternativos de resolución de disputas, para permitir la resolución rápida y eficiente de cualquier disputa.

Cuando las disputas no se pueden resolver en forma más costo efectiva, los IIs individuales podrían considerar tomar acciones legales en contra de las empresas para proteger sus derechos y los de sus beneficiarios, o recurrir al arbitraje cuando esté disponible esta manera más barata y expedita para manejar los conflictos. Algunos países de la región proporcionan expresamente este derecho a los accionistas quienes tienen inversiones por encima de cierto umbral. En México, la Ley del Mercado de Valores de 2006 ha expandido el derecho de los accionistas a iniciar demandas civiles en contra de miembros de los directorios y ejecutivos, bajando el umbral de propiedad requerido para tales demandas al 5%, mientras que con el 20% pueden cuestionar en la corte las resoluciones de juntas de accionistas. En Brasil, la ley corporativa de 1976 permite que un accionista del 5% inicie una demanda. Si fuese exitosa, hay una prima del 20% por encima del valor de la causa. Adicionalmente, bajo los reglamentos de Novo Mercado, las empresas inscritas en este segmento especial acuerdan por contrato resolver disputas de accionistas a través del arbitraje. Este último enfoque se podría replicar en otros países de la región.

Notas

¹ *Gobierno Corporativo y la Crisis Financiera: Conclusiones Claves y Mensajes Principales* (sólo disponible en inglés bajo el título *Corporate Governance and the Financial Crisis: Key Findings and Main Messages*) de la OCDE de junio de 2009 hace un llamado para una atención reforzada en estas instituciones luego de la crisis: “En la medida que se incrementa la importancia de accionistas institucionales, es necesario prestar mayor atención a consultores por delegación y a potenciales conflictos de interés. Se dice también que existe el peligro de consejos de votación de “talla única”, por lo que se necesita incentivar un mercado competitivo de consejos de votación” (página 11).

BIBLIOGRAFÍA

- Consejo de Divulgación Financiera (2010), UK Stewardship Code
<http://www.frc.org.uk/corporate/investorgovernance.cfm> .
- Corporación Financiera Internacional et al (2007), Corporate Governance Approach Statement by Development Finance Institutions
www.ifc.org/ifcext/corporategovernance.nsf/Content/DFI_Statement .
- Guerra, Sandra (2007), Governance, “Brazil, the Virtuous Circle,” Issue 167.
- Iniciativa Financiera del Programa de las Naciones Unidas para el Medio Ambiente y Compacto Global Principios de las Naciones Unidas para la Inversión Responsable (2006) *www.unpri.org*.
- Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos (2004), White Paper sobre Gobierno Corporativo en América Latina, OECD, París
www.oecd.org/daf/corporateaffairs/roundtables.
- Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos (2004), Principios de Gobierno Corporativo de la OCDE, OECD, París
www.oecd.org/daf/corporateaffairs.
- Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos (2005), OECD Guidelines on Corporate Governance of State-Owned Enterprises, OECD, París *www.oecd.org/daf/corporate-affairs/soe*
- Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos (2007a), The Role of Institutional Investors in Promoting Corporate Governance in Latin America: Challenges, Promising Practices and Recommendations, OECD, París *www.oecd.org/daf/corporateaffairs/roundtables*.
- Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos (2007b), Perspectivas Económicas de América Latina, “Reforma de Pensiones, Mercados de Capitales, y Gobernabilidad Corporativa” Capítulo 2, Centro de Desarrollo de la OCDE, París.

Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos (2009a), OECD Guidelines for Pension Fund Governance, OECD, París www.oecd.org/dataoecd/18/52/34799965.pdf.

Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos (2009b), Corporate Governance and the Financial Crisis: Key Findings and Main Messages, OECD, París www.oecd.org/daf/corporateaffairs.

Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos (2010), Corporate Governance and the Financial Crisis: Conclusions and Emerging Good Practices to Enhance Implementation of the Principles, OECD, París www.oecd.org/daf/corporateaffairs.

Red Internacional de Gobierno Corporativo (2007), ICGN Statement of Principles on Institutional Shareholder Responsibilities www.icgn.org/files/icgn_main/pdfs/best_practice/inst_share_responsibilities/2007_principles_on_institutional_shareholder_responsibilities.pdf.