

El Futuro del Gobierno Corporativo en los Mercados de Capitales después de la Crisis del COVID-19



CONCLUSIONES DEL COMITÉ DE GOBIERNO CORPORATIVO DE LA OCDE

Esta nota reproduce un texto preparado por el Comité de Gobierno Corporativo de la OCDE que acompaña al reporte titulado “*El Futuro del Gobierno Corporativo en los Mercados de Capitales después de la Crisis del COVID-19.*” Este reporte provee una mirada global, basada en evidencia empírica, sobre la evolución de los mercados de capitales antes de la crisis del COVID-19. Luego, el reporte describe el impacto de la crisis sobre el uso de los mercados de capitales y la introducción de medidas temporales de gobierno corporativo. Si bien los efectos estructurales de la crisis sobre los mercados de capitales y su interacción con el gobierno corporativo aún no están claros, el reporte presenta tendencias que pueden servir para elaborar políticas que apoyen la recuperación económica, y a la vez formula mensajes esenciales de política que guiarán el proceso de revisión de los *Principios de Gobierno Corporativo de la OCDE y del G20.*

La recuperación sostenible de las empresas, tras la crisis del COVID-19, es una prioridad política. El sector empresarial ha jugado un rol importante afrontando la crisis sanitaria a través de investigación y desarrollo, y proporcionando un suministro continuo de bienes y servicios durante un periodo en que las cadenas de valor global han estado interrumpidas. Al mismo tiempo, la pandemia ha obligado a las empresas a adaptarse, lo cual probablemente inducirá a cambios estructurales a largo plazo.

Algunos modelos de negocio desaparecerán o cambiarán de naturaleza, en tanto que aparecerán otros basándose en nuevas oportunidades de innovación y crecimiento. Mientras que la crisis está induciendo un proceso de transformación dinámico, existe gran preocupación que parte del sector empresarial, que ya se encontraba descapitalizado antes de la crisis, termine la pandemia con niveles de deuda aún más altos y que un monto significativo de recursos productivos queden inmovilizados en compañías inviables, afectando negativamente a la inversión y al crecimiento económico.

La trayectoria exacta de estos cambios aún es incierta, y en esta coyuntura es muy difícil de predecir. Lo que sí es seguro, es que en el camino hacia la recuperación se requerirá de mercados de capitales eficientes, que puedan asignar suficientes recursos para inversión a largo plazo, y al mismo tiempo un marco de gobierno corporativo que les entregue a los inversionistas, ejecutivos, directores y a todas las partes interesadas, las herramientas y los incentivos necesarios para asegurarse que las prácticas empresariales se adaptan adecuadamente a la realidad post-COVID-19.

En base a abundante información sobre las experiencias nacionales de adaptación de los marcos regulatorios de gobierno corporativo a las condiciones cambiantes de la crisis, y al reporte “*El Futuro del Gobierno Corporativo en los Mercados de Capitales después de la Crisis del COVID-19.*”, que provee una



mirada global, basada en evidencia empírica, sobre la evolución de los mercados de capitales, el Comité de Gobierno Corporativo de la OCDE destaca los siguientes mensajes:

Hacer que los mercados accionarios respalden la recuperación y el fortalecimiento a largo plazo del sector empresarial

Los mercados accionarios juegan un importante rol proveyendo a las empresas de capital que les otorgue solidez financiera para superar periodos de desaceleración económica y cumplir con sus obligaciones con empleados, acreedores y proveedores. Sin embargo, desde 2005 más de 30.000 empresas se han deslistado de los mercados accionarios mundiales, en especial de las bolsas de Estados Unidos y Europa. Este número no ha sido compensado por nuevas aperturas en bolsa, lo cual ha resultado en una considerable reducción neta en el número de empresas listadas.

Lo anterior significa que, comparado con la crisis financiera del 2008, varios miles de empresas no han podido acceder a esta importante fuente de financiamiento de mercado. En el caso de empresas de menor tamaño en especial, la caída estructural en el número de ofertas públicas iniciales se ha traducido en que una gran proporción de ellas se alejen cada vez más de poder acceder a un financiamiento de capital de mercado inmediato.

- Facilitar el acceso a los mercados accionarios a empresas sólidas con potencial de crecimiento debe ser un principio fundamental de política pública. Esto ayudará a fortalecer los balances de las empresas viables y al surgimiento de nuevos modelos de negocios, lo cual es esencial para una recuperación sostenible y fortalecimiento a largo plazo del sector empresarial para futuras crisis.
- Desde una mirada inclusiva, los mercados accionarios eficientes deben también brindar a los hogares la oportunidad de participar, directa o indirectamente, del rendimiento del capital, brindándoles opciones adicionales para administrar sus ahorros y planificar su jubilación.
- En épocas de crisis es usual que se demanden normas de gobierno corporativo, de cumplimiento y reporte más exigentes para el sector empresarial. La crisis actual no es una excepción. Sin embargo, los encargados de diseñar políticas públicas y los reguladores deben evaluar cuidadosamente los costos y beneficios a largo plazo de estas intervenciones en el escenario post-COVID-19, y deben evitar un exceso de regulación que pueda desincentivar a las empresas para listarse o permanecer listadas.
- Se debe avanzar en abordar las deficiencias estructurales del mercado accionario que están desalentando a las pequeñas empresas con potencial de crecimiento a listarse en la bolsa. Los encargados de diseñar políticas públicas y los reguladores deberían tomar un rol proactivo para abordar los costos de listarse. Al mismo tiempo, deben eliminar las barreras innecesarias y reducir la incertidumbre regulatoria para aquellas empresas que desean utilizar prácticas alternativas de oferta pública de sus acciones, tales como listarse directamente y construir el libro de ofertas en línea.
- Para equilibrar el sesgo que tienen los inversionistas institucionales en favor de empresas listadas de gran tamaño, se debe avanzar en tomar medidas para mejorar la visibilidad y el atractivo de empresas de menor tamaño con potencial de crecimiento. Por ejemplo, a través del establecimiento de programas dedicados de cobertura de analistas financieros y de incubadoras especializadas en empresas de menor tamaño con alto potencial de crecimiento, que las preparen para acceder al financiamiento del mercado de capitales.

Adaptar el marco regulatorio de gobierno corporativo

Un sólido marco regulatorio de gobierno corporativo es esencial para el buen funcionamiento de los mercados de capitales. Este asegura a los accionistas que sus derechos están protegidos y permite a las

empresas reducir su costo de capital. Los *Principios de Gobierno Corporativo de la OCDE y del G20* fueron desarrollados precisamente en el entendido que las políticas de gobierno corporativo juegan un rol importante para alcanzar objetivos económicos más amplios, tales como la confianza de los inversionistas, la formación de capital y la asignación de recursos. Ante los desafíos impuestos por la crisis del COVID-19, esta perspectiva es hoy más relevante que nunca.

- La pandemia ha causado preocupación y ha gatillado demandas en relación con la calidad de la divulgación sobre los distintos riesgos de las empresas. A pesar de que muchas de esas demandas aún no se han resuelto definitivamente, la experiencia durante la pandemia llama a mejorar los marcos para la gestión de riesgos y manejo de crisis (incluidos los riesgos sanitarios, de la cadena de suministro, reputacionales y medioambientales), así como también aquellos relacionados con la calidad de las auditorías, la manipulación del precio de las acciones y el uso de información privilegiada. En ciertas áreas, el monitoreo y la divulgación de información relacionada con los riesgos que enfrenta la empresa deben ser mejorados a través del uso de nuevas tecnologías.
- Un importante desarrollo observado en varios mercados ha sido el incremento en la presencia de grupos empresariales. Mientras más complejas sean las estructuras de cada grupo empresarial más complejos son los mecanismos de gobernanza y mayor es el espacio para potenciales prácticas abusivas. Se debe prestar especial atención a abordar las deficiencias en los marcos regulatorios nacionales de divulgación de información relacionados con la estructura de capital y de control en esos grupos. Se debe incluir la propiedad en manos de los directores, la aprobación de operaciones con partes relacionadas, el flujo de información y el ámbito de las responsabilidades de los directores en las filiales del grupo.
- En la última década, muchos mercados han experimentado un aumento en la concentración de la propiedad de las empresas listadas causada por la creciente presencia del estado como dueño, ya sea directamente o indirectamente a través de inversionistas controlados por el estado. Ante ello, los responsables de diseñar las políticas públicas y los reguladores deben garantizar la igualdad de condiciones de transparencia y gobernanza de las empresas cotizadas controladas por el estado respecto de sus pares pertenecientes a inversionistas privados. Todas las categorías de inversionistas en empresas listadas controladas por el estado deben ser tratados de forma igualitaria, y estas empresas deben adherirse a los mismos estándares de transparencia y divulgación de información que rigen a las demás empresas listadas.
- En cuanto a las juntas anuales de accionistas, los países deben beneficiarse de las experiencias aprendidas durante la crisis del COVID-19 para avanzar o clarificar sus marcos regulatorios para la participación remota de los accionistas. Esto debiese mejorar la posibilidad que todos los accionistas puedan participar de las juntas anuales, y, cuando sea apropiado, que puedan realizar preguntas a los directivos de las empresas. Los reguladores tendrán que decidir si las medidas que fueron introducidas de forma temporal durante la crisis se volverán permanentes o no.
- A partir de la crisis del COVID-19, existe preocupación por cómo algunas empresas han modificado los términos de las remuneraciones de los ejecutivos, alterando las métricas de desempeño e ignorando los objetivos incumplidos. Para asegurar el vínculo entre remuneración de los ejecutivos y el desempeño corporativo a largo plazo, la experiencia sugiere adoptar un renovado escrutinio de las condiciones y procedimientos, para decidir y supervisar el pago basado en el desempeño.

Mejorar la gestión de riesgos medioambientales, sociales y de gobernanza

La pandemia del COVID-19 ha incrementado la atención sobre la importancia de contar con la capacidad para poder identificar riesgos sistémicos e impactos inesperados. Y, lo que es más importante, ha hecho que muchos inversionistas consideren los riesgos medioambientales, sociales y de gobernanza (ESG, por su sigla en inglés) al momento de tomar sus decisiones de inversión y de voto. Es de responsabilidad de los encargados del diseño de las políticas públicas y de los reguladores garantizar que los inversionistas

tengan acceso a información material que sea consistente, comparable y fiable al momento de gestionar sus ahorros y activos.

Marcos claros de divulgación de información relacionada a los factores de riesgo ESG también ayudarán al sector empresarial a cumplir con las crecientes expectativas de que sabrán reconocer y equilibrar adecuadamente los intereses de las diferentes partes interesadas, incluidos los inversionistas, los empleados, los acreedores, los clientes y los proveedores, así como su contribución al éxito de largo plazo de la empresa.

- A medida que la pandemia pone de manifiesto nuevas experiencias con respecto a los factores de riesgo ESG, las empresas deben asegurarse de contar con los conocimientos, los canales de información y las herramientas analíticas para evaluar estos riesgos. Asimismo, con políticas internas y prácticas corporativas que estén diseñadas específicamente para evaluar los factores de riesgo ESG.
- En respuesta a la creciente demanda de divulgación de información relacionada con los factores de riesgo ESG, para orientar las decisiones de los inversionistas y mejorar la asignación de capital, los encargados del diseño de las políticas públicas y los reguladores deben facilitar el desarrollo de marcos ESG integrales, especialmente con el fin de producir divulgaciones de información que sean consistentes, comparables y fiables.
- Los directorios de las empresas deben mostrar un rol de liderazgo para garantizar que se cuente con medios efectivos de supervisión de riesgos medioambientales, sociales y de gobernanza, estableciendo líneas claras de responsabilidad y rendición de cuentas para la calidad e integridad del sistema de supervisión y divulgación de información en toda la empresa y sus filiales.

Abordar la excesiva toma de riesgos en el sector empresarial

Al inicio de la crisis del COVID-19, ya existía la preocupación generalizada sobre el deterioro en la calidad del creciente monto adeudado a través de bonos corporativos. Durante la última década (exceptuando 2018), más del 20% del monto anual de bonos corporativos emitidos por empresas no financieras no alcanzan grado de inversión. Cabe destacar, que durante los últimos 3 años, la proporción de bonos BBB – la categoría más baja dentro de lo que se considera grado de inversión – alcanzó 52% de las emisiones con grado de inversión, muy por encima del 39% que esta categoría representaba entre 2000 y 2007.

- El uso creciente de bonos corporativos durante este periodo ha puesto de manifiesto la importancia de estos instrumentos, así como de las condiciones que los bonistas aceptan en los contratos de emisión, tales como pago de dividendos, estructura de capital y divulgación de información, en el gobierno corporativo. Especialmente en los mercados en los cuales el uso de bonos corporativos como importante fuente de financiamiento empresarial es un fenómeno reciente, el marco regulatorio debiese requerir divulgación de información cuando las empresas emisoras se encuentren en riesgo (material) de incumplimiento de las condiciones del bono.
- Durante una época en la que recapitalizar al sector empresarial se ha convertido en algo vital, las empresas también debieran reportar al público si en sus actuales arreglos financieros se incluyen términos que limiten su habilidad de conseguir financiamiento adicional, así como si dichos términos pudieran influenciar el resultado de reestructuraciones o, incluso, si pudieran derivar en problemas de liquidez que impidan mantener la continuidad operacional.
- El incremento en el endeudamiento de empresas sin grado de inversión para financiar operaciones de recompra de sus propias acciones, ha suscitado gran preocupación por la excesiva toma de riesgos en el sector empresarial, ya que estas operaciones aumentan la razón de endeudamiento al, simultáneamente, reducir la base de capital e incrementar la deuda. El directorio y la administración de las empresas son los entes más indicados para decidir sobre la estructura de capital óptima, sujeto a la aprobación de los accionistas. Al hacerlo, sin embargo, ellos deben contar

con sistemas de evaluación de riesgo apropiados para poder tener en consideración diferentes escenarios, el mejor interés a largo plazo de la empresa y su solidez financiera.

Adoptar marcos de insolvencia apropiados para ayudar a la recuperación y fortalecimiento del sector empresarial

Los tenedores de bonos y los acreedores de una empresa son importantes actores con derechos sobre los flujos y las decisiones. Los términos, montos y tipos de créditos a los cuales una empresa puede acceder, dependen de la capacidad de hacer cumplir estos derechos. En tiempos de crisis, cuando se han tomado medidas extraordinarias con respecto a los procedimientos de insolvencia y para apoyar las necesidades de liquidez, se espera que los directorios de las compañías continúen teniendo especial consideración con sus acreedores y los traten de forma justa.

Dadas las graves consecuencias de la pandemia sobre el sector empresarial y el aumento en las insolvencias en sectores como el transporte aéreo, el sector hotelero, el sector inmobiliario y otros relacionados, resulta crucial garantizar adecuados procesos de gobernanza e insolvencia que contribuyan a una salida rápida y eficiente de las empresas inviables y exitosas reestructuraciones de aquellas viables.

- Basándose en su experiencia abordando los problemas de liquidez e insolvencia durante la pandemia, los reguladores y los encargados de diseñar las políticas públicas debiesen aprovechar la oportunidad para revisar la eficiencia general de sus marcos de insolvencia, así como hasta qué punto los mecanismos de reestructuración privada pueden ser una práctica que preserve, reestructure y reasigne capital productivo en la economía.
- Teniendo en cuenta que el número de compañías descapitalizadas e inviables aumentará a raíz de la pandemia, las medidas temporales que se han tomado durante la crisis deben ser revisadas para asegurar que el capital no se quede estancado en compañías sin potencial de crecimiento.

Sobre la base de estas conclusiones y de las experiencias de la evolución a largo plazo del panorama corporativo y los mercados de capitales, el Comité de Gobierno Corporativo de la OCDE ha acordado emprender una revisión de los *Principios de Gobierno Corporativo de la OCDE y del G20* con la ambición de adaptar los elementos principales de los Principios al escenario post-COVID-19.

