

Pasquale Di Benedetta
Corporate Governance Specialist
World Bank Group

Andreas Grimminger
Managing Director
PGS Advisors International

Análisis comparativo sobre su desempeño:

OCHO ÍNDICES DE BUEN GOBIERNO CORPORATIVO EN EL MUNDO¹



Un reciente estudio conjunto del Banco Mundial y la IFC, el primero en su género, ofrece un pormenorizado análisis de los índices de buen gobierno corporativo establecidos en ocho países desde 2001. El presente artículo al resumir dicho estudio, da cuenta del impacto de dichos índices sobre los marcos legales y regulatorios, su desempeño y los aspectos que aún deben mejorarse.

La crisis financiera internacional ha motivado la revisión de las estructuras de regulación financiera e incentivos en los mercados de capital, y una mayor demanda por indicadores que promuevan la implementación de buenas prácticas de gobierno corporativo (GC). Así, desde 2001, ocho bolsas de valores en el mundo han establecido índices de gobierno corporativo (IGC), en algunos casos como parte de un entorno más amplio que incluye iniciativas medioambientales, sociales y de gobierno (MSG). (Véase el cuadro 1.) A continuación se resumen los principales hallazgos del análisis comparativo de dichos índices contenidos en un estudio conjunto del Banco Mundial y la Corporación Financiera Internacional (IFC).

CUADRO 1
ÍNDICES DE GOBIERNO CORPORATIVO IMPLEMENTADOS DESDE 2001

País	Año de inicio	Bolsa de valores	Nombre del índice
Brasil	2001	BM&FBOVESPA	Índice de Gobierno Corporativo (IGC)
China	2008	Shanghai Stock Exchange (SSE)	Índice de Gobierno Corporativo
Italia	2001	Borsa Italiana	FTSE Italia STAR
México	2011	Bolsa Mexicana de Valores (BMV)	Índice IPC Sustentable
Perú	2008	Bolsa de Valores de Lima (BVL)	Índice de Buen Gobierno Corporativo (IBGC)
Sudáfrica	2004	Bolsa de Valores de Johannesburgo (JSE)	Índice de Inversión Socialmente Responsable (SRI)
República de Corea	2003	Bolsa de Valores de Corea (KRX)	Índice Coreano de Gobierno Corporativo (KOGI)
Turquía	2007	Bolsa de Valores de Estambul (ISE)	Índice de Gobierno Corporativo

Fuente: Di Benedetta and Grimminger (2013).

Impacto legal y regulatorio

Los índices pueden elevar el entorno de GC en general de un país, o el “techo” legal y regulatorio para el GC. Una de las principales razones para la creación de índices IGC y MSG consiste en las debilidades del marco de GC de un país, tales como la carencia de protección para los accionistas y las débiles exigencias para contar con directores independientes. El desafío más recurrente que enfrentan los países es cómo seleccionar criterios objetivos para llenar la brecha regulatoria.

Los índices también pueden ofrecer una oportunidad para que las empresas se diferencien en el mercado y obtengan un mayor acceso al capital. Este ha sido particularmente el caso de Italia y de Brasil. Tras 10 años, el STAR italiano muestra que las empresas medianas y pequeñas en el índice han podido incrementar su liquidez y acceso a capital extranjero. El Novo Mercado brasileño no solamente atrae el grueso de nuevos listados pese a sus reglas de GC más exigentes sino también supera el desempeño del índice correspondiente a todo el mercado.

Conformación de los índices

En general, los índices basados en niveles de listado (*listing tiers*) ofrecen un grado más alto de compromiso en temas de GC que los índices con un umbral de puntaje, debido a que la adhesión a todas las reglas para un determinado nivel de listado resultan ser obligaciones contractuales (en los basados en un puntaje, nunca se exige a las empresas cumplir con el 100% de los criterios establecidos). De hecho, los dos índices existentes basados en niveles de listado (Brasil e Italia) resultan atractivos por su fuerte crecimiento.

Las bolsas de valores tienden a seleccionar criterios de GC objetivos y medibles, a menudo basados en códigos nacionales de GC, lo cual es

Los índices de GC también pueden ofrecer una oportunidad para que las empresas se diferencien en el mercado y obtengan un mayor acceso al capital.

crítico para sustentar el proceso de evaluación, la supervisión de empresas, la potencial exclusión de las empresas que no cumplen con los criterios, y la credibilidad del índice. La mayoría de criterios se enfoca en el rol de los directorios (i.e., número de directores independientes, existencia de comités, y separación entre el gerente y el presidente). Los códigos nacionales de GC desempeñan un rol importante para la definición de tales criterios, pero si los criterios del índice se basan solamente en el código de GC, los índices pueden ser tan sólidos como lo son los principios contenidos en el código. Esto puede presentar un desafío, como en el caso del Perú, donde la definición de independencia para los directores en su código es aún muy débil.

Algunos países han optado por emparejar los criterios de GC con criterios de mercado, los cuales son importantes para el marketing del índice, pero pueden minar su impacto de política. Asegurar la disponibilidad de un número suficiente de acciones negociables tiene una importancia crítica para que un IGC tenga presencia, especialmente en mercados con estructuras de propiedad concentradas; sin embargo, en aquellos mercados donde la liquidez es limitada, el número de empresas elegibles para un índice puede ser muy reducido. Este ha sido el caso de México. También disminuye el potencial de un índice para influir sobre el comportamiento empresarial, si las empresas que no satisfacen los criterios de liquidez son dejadas de lado. Asimismo, los criterios de mercado pueden desviar la evaluación dado que las empresas cuyas acciones son líquidas, son las que probablemente tengan los más altos estándares de GC.

En el caso de índices basados en un umbral de puntaje, las bolsas de valores delegan a terceros el respectivo proceso de evaluación a fin de evitar conflictos de interés con empresas que son sus clientes. Todas las bolsas, excepto la Bolsa de Shanghai, delegan esta tarea a evaluadores externos; sin embargo, con excepción de los índices del Perú y Turquía, la evaluación es pagada por las bolsas de valores para asegurar un proceso de evaluación independiente.

La revelación de los puntajes y de los informes de evaluación es importante para los inversionistas, y también añade credibilidad al índice. No obstante, solamente dos de los seis índices basados en umbrales de puntaje (Corea y Turquía) revelan dichos puntajes, y solamente el de Turquía revela el informe completo de evaluación.

La evaluación del cumplimiento de los criterios de los índices se efectúa una vez al año en todos los casos, excepto en el de Brasil, donde el cumplimiento es monitoreado continuamente. A fin de proteger al índice del riesgo reputacional derivado de un escándalo asociado a una de las empresas que formen parte de él, que ocurra entre los ciclos de evaluación, todos los índices, excepto el del Perú, tienen la opción de una inmediata exclusión de tal compañía. Dicho tipo de exclusión fuera del ciclo de revisión solamente ha ocurrido una vez entre los ocho índices; incluso durante la revisión anual, todas las exclusiones se

deben al incumplimiento de los criterios de mercado o porque las empresas simplemente se han deslistado. Este patrón sugiere una renuencia de parte de las bolsas de valores y de los evaluadores de excluir a las empresas integrantes de los índices por razones estrictamente de GC.

Desempeño de los IGC

Todos los índices que no tienen límites en cuanto a empresas que pueden formar parte de él vienen creciendo y atrayendo empresas; este es particularmente el caso de los relacionados con niveles de listado en Brasil e Italia, pero también para los índices de Turquía y de China (véase el cuadro 2). Esto muestra que las empresas ven el valor que tiene la adopción de requisitos de GC más exigentes que aquellos que necesitarían para el mercado regular. El crecimiento del índice de Sudáfrica, basado en la evaluación automática del índice principal en la bolsa sudafricana, indica que las empresas están mejorando sus prácticas para formar parte del índice.

**CUADRO 2
DESARROLLO EN LA CONFORMACIÓN DE LOS IGC**


Índice	Fecha de inicio	Empresas integrantes al inicio	Febrero de 2013
Brasil – IGC	2001	12	174
China – SSE CGI	2008	199	266
Italia – FTSE STAR	2001	20	66
México – BMV IPC Sustentable	2011	23	29
Perú – BVL Good CGI	2008	9	9
Sudáfrica – JSE SRI Index	2004	49	79
Rep de Corea – KRX KOGI	2003	50	50
Turquía – ISE CGI	2007	7	45

Fuente: Di Benedetto and Grimminger (2013).

Casi todos los índices estudiados replican cercanamente el índice de su respectivo mercado regular, lo cual refleja la enorme superposición en términos de empresas integrantes entre el índice principal y los índices IGC y MSG, así como la falta de profundidad en los respectivos mercados de capitales, donde pocas empresas *blue chip* dominan el mercado y debido a sus buenas prácticas de GC son integrantes naturales de los IGC. Los índices de Brasil y de México son los únicos IGC que han superado significativamente el desempeño del mercado general en el período que media desde su establecimiento.

Por último, en general hay una falta de productos de inversión estructurados a partir de los índices, lo que puede deberse a una falta de diferenciación frente al mercado en general. A la fecha, solamente hay dos ETF, basados en los índices brasileño y chino.

Conclusión

El estudio que aquí se resume revela que los IGC pueden tener un impacto positivo apoyando los marcos legales y regulatorios al introducir criterios de GC para el desarrollo de *benchmarks*; y ofrecen a las empresas una oportunidad para diferenciarse en el mercado y un incentivo para adoptar mejores prácticas de GC. Sin embargo, dado que el proceso de evaluación y selección de empresas a incluirse en los índices aún se encuentra en evolución, todavía existe margen para mejorar el acceso a las metodologías utilizadas, la revelación de los puntajes, y las autoevaluaciones de las empresas. 

1 Resumen basado en el estudio de Pasquale Di Benedetto y Andreas D. Grimminger (2013). *Raising The Bar On Corporate Governance: A Study Of Eight Stock Exchange Indices*. Banco Mundial. Washington, DC.

Existe una carencia de productos de inversión estructurados a partir de los índices, lo que puede deberse a una falta de diferenciación frente al mercado en general